

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

sur les actions de la société



MERIBEL ALPINA

par la société



COMPAGNIE DES ALPES

présentée par



CDC MARCHÉS

Prix de l'offre : € 46 (environ FRF 301,74) par action
Durée de l'offre : du 27 novembre au 8 décembre 2000 inclus



En application de l'article 20 du Règlement 89-03 de la Commission des opérations de bourse relatif aux Offres publiques et aux acquisitions de bloc de contrôle, le présent communiqué a été soumis à son appréciation. La présente note intègre par référence le document de référence de la société Compagnie des Alpes enregistré par la COB le 17 novembre 2000 sous le numéro R 00-550, ainsi que le document de référence de la société Méribel Alpina enregistré par la COB le 17 novembre 2000 sous le numéro R 00-548.

AVIS IMPORTANT

A l'issue de la présente Offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article 33-4 de la loi du 2 juillet 1996 sera mise en œuvre. Les titres de la société Méribel Alpina qui n'auraient pas été présentés à la présente offre seront transférés à la Compagnie des Alpes moyennant une indemnisation de € 46 par action.

Une note d'information relative à une Offre publique d'achat à titre principal assortie d'une Offre publique d'échange à titre subsidiaire (du 7 février au 10 mars 2000 inclus) a reçu le visa n° 00-125 en date du 4 février 2000 de la Commission des opérations de bourse et a été publiée dans le journal "Les Echos" du 7 février 2000. Le présent communiqué intègre par référence cette précédente note.

L'avis de l'expert indépendant DETROYAT ASSOCIES prévu à l'article 5-7-1 du Règlement général du Conseil des marchés financiers est inclus dans le présent communiqué.

des exemplaires du présent communiqué sont disponibles auprès de :
CDC Marchés - 3 rue La Fayette - 75009 PARIS

I MOTIFS DE L'OPERATION ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR

Le 24 janvier 2000, la Compagnie des Alpes a déposé une Offre publique d'achat à titre principal assortie d'une Offre publique d'échange à titre subsidiaire sur les actions de Méribel Alpina non encore détenue. Elle détenait alors, indirectement au travers de la société CENTRALE INVESTISSEMENTS ET LOISIRS (CIEL) qu'elle contrôle à 99,9 %, 392 106 actions Méribel Alpina, soit 37,57 % du capital et des droits de vote.

L'opération portait sur 685 920 actions et se décomposait de la manière suivante :

- 651 492 actions existantes (soit 62,43 % du capital et des droits de vote) ;
- 34 428 actions nouvelles éventuelles par exercice des options de souscription d'actions.

Le nombre total d'actions Méribel Alpina susceptibles d'être apportées à l'échange était limité à 256 984 actions. La Compagnie des Alpes se proposait d'acquérir les actions de Méribel Alpina dans les conditions suivante :

- A titre principal : € 40 (environ F 262,38) par action ;
- A titre subsidiaire : 15 actions Compagnie des Alpes de F 100 nominal jouissance au 1er juin 1999 contre 14 actions Méribel Alpina.

Cette Offre a fait l'objet d'une note d'information ayant reçu de la COB le visa n° 00-125 du 4 février 2000 et publié le 7 février 2000 dans le journal Les Echos.

Dans le cadre de cette opération, dont le résultat a fait l'objet d'un avis publié par le Conseil des marchés financiers sous le n° 200C0465 en date du 23 mars 2000, la Compagnie des Alpes a reçu 291 964 actions Méribel Alpina dans le cadre de l'Offre publique d'achat à titre principal et 256 928 actions dans le cadre de l'Offre publique d'échange à titre subsidiaire. La Compagnie des Alpes détenait directement et indirectement compte tenu de sa détention initiale et de la levée par un porteur de 2 000 options de souscription, 940 998 actions représentant 90,00 % du capital de Méribel Alpina.

Le 25 octobre 2000, la Compagnie des Alpes a acquis auprès de Monsieur André Surelle un bloc de 55 180 actions Méribel Alpina. Cette transaction s'est réalisée au prix de 40 € par titre. A la suite de cette acquisition, la Compagnie des Alpes détient, directement et indirectement, 996 178 actions représentant 95,27 % du capital de Méribel Alpina.

II MODALITES DE L'OFFRE

En application de l'article 5-6-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers, la société Compagnie des Alpes a déposé le 8 novembre 2000 un projet d'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (Avis de dépôts du CMF n° 200C1660 du 8 novembre 2000).

Le Conseil des marchés financiers a déclaré ce projet d'offre recevable le 15 novembre 2000. Un avis de recevabilité du CMF a été publié le 17 novembre 2000 sous le numéro 200C1696. Un avis d'ouverture précisant le calendrier de l'Offre a été publié par EuronextParis SA le 23 novembre 2000 sous le numéro 2000-4919.

L'Offre porte sur la totalité des actions non détenues par la Compagnie des Alpes, soit 49 420 actions, représentant 4,73 % du capital et des droits de vote de Méribel Alpina, ainsi que sur les actions susceptibles d'être émises pendant l'Offre par la suite de levées d'options de souscription d'actions, soit un maximum de 32 428 actions, représentant 3,01 % du capital, à condition qu'elles soient levées au plus tard le 5 décembre 2000, soit 3 jours de bourse avant la clôture de l'Offre.

CDC Marchés s'engage irrévocablement à acheter en bourse, au prix de € 46, toute action Méribel Alpina présentée sur le marché pendant 10 jours de bourse, du 27 novembre 2000 au 8 décembre 2000 inclus. Les négociations se feront par l'intermédiaire de l'entreprise d'investissement CDC Bourse.

Pour répondre à la présente Offre, les propriétaires d'actions Méribel Alpina inscrites au nominatif doivent demander dans les meilleurs délais, au teneur de compte titres au nominatif, l'inscription de leurs actions sous forme au porteur chez un intermédiaire habilité. Les porteurs d'options de souscription qui voudrait participer à l'Offre devront avoir exercé leurs options avant le 5 décembre 2000.

Les frais de courtage à la vente, impôt de bourse et la TVA afférente demeurent à la charge des vendeurs.

A l'issue de l'Offre publique de retrait, conformément à l'article 5-7-3 du Règlement général du Conseil des marchés financiers, les actions Méribel Alpina non apportées à l'Offre seront transférées à la Compagnie des Alpes.

Le retrait obligatoire interviendra le 11 décembre 2000, soit le premier jour de bourse suivant la clôture de l'Offre. Le montant par action de l'indemnisation sera identique au prix de l'Offre, soit € 46 par action. Les sommes correspondantes non affectées seront conservées par CDC Marchés pendant 10 ans à compter du 11 décembre 2000 et versées à l'expiration de ce délai à la Caisse des dépôts et consignations. Elles pourront être réclamées à tout moment par les ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Dans la perspective de l'offre, CDC Marchés a procédé à l'évaluation de Méribel Alpina et Détroyat & Associés représenté par Marie-Ange Farhouat, a été désigné en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier l'évaluation des titres Méribel Alpina. Il a été agréé par le Conseil des marchés financiers dans sa séance du 13 septembre 2000 et la Commission des opérations des bourses n'a pas usé de son droit d'opposition. Il a apprécié le caractère équitable du prix proposé et son attestation figure au paragraphe VII ci-après, conformément à l'article 5-7-1 du Règlement général du Conseil des marchés financiers.

Rappel

L'attention des porteurs d'options est attirée sur le fait que la Compagnie des Alpes s'est engagée, lors de la précédente offre, à racheter les actions Méribel Alpina résultant de tout exercice d'option postérieur à la clôture de cette offre (Cf. détails et mode de calcul dans la note d'information - visa COB n° 00-125 du 4 février 2000). Dans le cadre de la présente offre publique de retrait et du retrait obligatoire qui lui fera immédiatement suite, la propriété des actions issues de levées d'options réalisées jusqu'à la date de clôture de l'OPR, soit le 8 décembre 2000, sera transmise à la Compagnie des Alpes au prix de l'OPR (soit 46 €) le jour du retrait obligatoire, soit le 11 décembre 2000. Dans ce contexte, seuls les porteurs d'options non encore exercées à la clôture de l'OPR pourront continuer à bénéficier de l'engagement pris lors de l'offre de février 2000.

III REGIME FISCAL

3.1. TITRES PRESENTES DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

En l'état actuel de la législation fiscale, le régime suivant est applicable aux plus-values réalisées lors de l'apport de titres à l'offre. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable et qu'il leur appartient d'étudier leur situation particulière avec un conseiller fiscal.

3.1.1. Personnes physiques ayant leur domicile fiscal en France et détenant leurs actions dans le cadre de leur patrimoine privé

Conformément à l'article 150 0-A du Code général des impôts, les plus-values de cession de valeurs mobilières sont imposables dès le premier franc si le montant annuel des cessions de titres réalisées par le foyer fiscal excède un certain seuil révisé chaque année, F 50 000 (€ 7 622,45) pour l'année 2000.

Le taux global d'imposition actuellement applicable s'élève à 26 %, soit :

- 16 % (article 200 A.2 du CGI) au titre de l'impôt sur le revenu,
- 7,5 % au titre de la Contribution Sociale Généralisée (CSG),
- 2 % au titre du prélèvement social,
- 0,5 % au titre de la Contribution au Remboursement de la Dette Sociale (CRDS).

Les moins-values ne pourront être imputées que sur des plus-values de même nature réalisées au cours de l'année 2000 ou des cinq années suivantes.

3.1.2. Résidents français personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés

Les plus ou moins-values dégagées par les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés relèvent du régime de droit commun, soit actuellement :

- au taux effectif de 36 2/3 % (33 1/3 % majoré de la contribution supplémentaire de 10 %) pour les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxe est inférieur à 50 millions de FRF et dont le capital, entièrement libéré, est détenu pour au moins 75 % par des personnes physiques ou par une société satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions ;
- au taux effectif de 37,767 % pour les exercices clos en 2000 (33 1/3 % majoré de la contribution supplémentaire de 10 % et d'une contribution sociale de 3,3 % pour les exercices clos à compter du 1er janvier 2000) pour les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés ne remplissant pas les conditions visées ci-dessus.

Néanmoins, conformément aux dispositions de l'article 219-I.a.ter du CGI, les gains ou pertes nets réalisés à l'occasion de la cession de titres qui répondent à la définition de titres de participation au sens comptable et fiscal et qui étaient détenus depuis au moins deux ans, relèvent du régime des plus ou moins-values à long terme, soit actuellement :

- au taux effectif de 20,9 % (19 % majoré de la contribution supplémentaire de 10 %) pour les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 50 millions de FRF et dont le capital, entièrement libéré, est détenu pour au moins 75 % par des personnes physiques ou par une société satisfaisant elle-même à l'ensemble de ces conditions ;
- au effectif de 21,527 % pour les exercices clos en 2000 (19 % majoré de la contribution supplémentaire de 10 % et de la contribution sociale de 3,3 % pour les exercices clos à compter du 1er janvier 2000) pour les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés ne remplissant pas les conditions visées ci-dessus.

3.1.3. Personnes physiques ou morales soumises à un régime d'imposition différent

Les personnes physiques ou morales, notamment celles non domiciliées fiscalement en France, soumises à un régime d'imposition autre que ceux décrits ci-dessus, qui souhaitent répondre à l'Offre publique de retrait, devront s'informer des règles fiscales s'appliquant à leur cas particulier.

3.2. TITRES PRESENTES DANS LE CADRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait obligatoire est similaire à celui des plus-values qui seront réalisées consécutivement à l'Offre publique de retrait. La plus-value sera constatée le jour de transfert de la propriété des actions.

IV PRESENTATION DE LA SOCIETE COMPAGNIE DES ALPES

Informations complémentaires à la présentation de la société Compagnie des Alpes qui a fait l'objet de développements dans la note d'information relative à l'Offre publique d'achat à titre principal assortie d'une Offre publique d'échange à titre subsidiaire dont la publication a été faite le 7 février 2000 dans le journal Les Echos, ainsi qu'au Document de référence enregistré par la Commission des opérations de bourse sous le n° R00-550 du 17 novembre 2000.

4.1. Capital social

Le capital social s'élève à F 416 574 100 divisé en 4 165 741 actions de F 100 nominal, intégralement libérées et toutes de même catégorie.

4.2. Répartition du capital et des droits de vote au 30 juin 2000

	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
Caisse des Dépôts-Développement (C3D)	1 466 772	35,2 %
C3D Investment ⁽¹⁾	778 093	18,7 %
Intrawest Corporation	308 510	7,4 %
Autres sociétés	500 911	12,0 %
OPCVM	386 527	9,3 %
Intermédiaires financiers hors France	204 546	4,9 %
Public et divers	520 382	12,5 %
TOTAL	4 165 741	100 %

(1) détenue à 51,3 % par C3D et 48,7 % par Intrawest

4.3. Faits exceptionnels et litige

Il n'existe actuellement aucun fait exceptionnel ni aucun litige qui soit susceptible d'affecter de façon significative l'activité, le patrimoine, les résultats ou la situation financière de la Compagnie des Alpes ou de son groupe.

4.4. Données boursières depuis le 1er septembre 2000

	Cours moyen pondéré en €	+ Haut en €	+ Bas en €	Volume mensuel (en nombre de titres)	Montant des transactions (en milliers €)
2000					
Septembre	44,35	46,50	38,50	32 177	1 427
Octobre	43,81	47,00	39,55	27 267	1 195

(Source FININFO)

V PRESENTATION DE LA SOCIETE MERIBEL ALPINA

Informations complémentaires à la présentation de la société Méribel Alpina qui a fait l'objet de développements dans la note d'information relatif à l'Offre publique d'achat à titre principal assortie d'une offre publique d'échange à titre subsidiaire publié le 7 février 2000 dans le journal Les Echos, ainsi qu'au Document de référence enregistré par la Commission de bourse sous le n° R 00-548 en date du 17 novembre 2000.

5.1. Capital existant

Au 8 novembre 2000, le capital social est de € 3 188 288. Il est divisé en 1 045 598 actions intégralement libérées et toutes de même catégorie.

5.2. Capital potentiel

Les Conseils d'administration des 27 décembre 1996 et 26 avril 1999 ont arrêté les modalités de deux plans d'options de souscription d'actions portant sur 75 060 options conformément aux décisions des Assemblées générales extraordinaires des 2 juillet 1996, 27 décembre 1996 et 26 avril 1999. Les caractéristiques de ces deux plans sont les suivantes :

PLAN 1 :

- Nombre d'options : 46 420
- Prix d'exercice : F 84,25 soit environ € 12,84
- Délai d'exercice : 5 ans à compter du 27/12/96
- Conditions d'exercice : 1 option permet de souscrire à 1 action
- Nombre de bénéficiaires : 15 dont 2 dirigeants

Au jour du dépôt de l'offre, 40 632 options ont été levées.

PLAN 2 :

- Nombre d'options : 28 640
- Prix d'exercice : € 29,94 soit environ F 176,71
- Délai d'exercice : 5 ans à compter du 26/04/99
- Conditions d'exercice : 1 option permet de souscrire à 1 action
- Nombre de bénéficiaires : 19 (aucun dirigeant)

Au jour du dépôt de l'offre, 2 000 options ont été levées.

Au total 42 632 des 75 060 options ont été exercées au 31 août 2000.

5.3. Répartition du capital et des droits de vote au 8 novembre 2000

	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
Compagnie des Alpes	604 072	57,77 %
Ciel ⁽¹⁾	392 106	37,50 %
Public	49 420	4,73 %
TOTAL	1 045 598	100 %

(1) filiale à 99,9 % de CDA

5.4. Donnée boursière

	Cours moyen pondéré en €	+ Haut en €	+ Bas en €	Volume mensuel (en nombre de titres)	Montant des transactions (en milliers €)
Août	37,00	37,02	37,00	546	20
Septembre	37,70	38,85	37,10	1001	38
Octobre ⁽¹⁾	39,99	38,10	38,00	55 684	2 226

(1) compte tenu de la cession du bloc de 55 180 actions à 40 €

(Source FININFO)

5.5. Faits exceptionnels et litiges

Il n'existe actuellement aucun fait exceptionnel ni aucun litige qui soit susceptible d'affecter de façon significative l'activité, le patrimoine, les résultats ou la situation financière de Méribel Alpina ou de son groupe.

5.6. Evolution récente

Chiffre d'affaires

	Société mère			Groupe consolidé		
	1999/2000	1998/1999	Variation	1999/2000	1998/1999	Variation
Premier trimestre (01/12 au 28/02)	103 697	99 897	+ 3,80 %	184 262	170 327	+ 8,18 %
Deuxième trimestre (1/03 au 31/05)	27 882	19 932	+ 39,87 %	62 212	52 005	+ 19,63 %
Troisième trimestre (1/06 au 31/08)	1 430	8 288	- 82,75 %	1 745	9 037	- 80,69 %
TOTAL	133 009	128 117	+ 3,82 %	248 219	231 369	+ 7,28 %

Source Fininfo, Reuters

VI ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX

6.1. Choix des méthodes d'évaluation

Dans le cadre du projet de mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par la Compagnie des Alpes, nous nous sommes attachés à évaluer Méribel Alpina en respectant le principe de l'analyse multi-critères.

Le prix offert par la Compagnie des Alpes est de 46 € par action.

L'évaluation a été réalisée sur la base des comptes historiques de Méribel Alpina et des perspectives élaborées en interne par la société, ainsi que sur certaines estimations faites par CDC Marchés.

6.1.1. Critères et méthodes écartées

Dans le cadre de l'analyse multi-critères, certaines méthodes d'évaluation n'ont pas été retenues.

6.1.1.1. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser à leur valeur de marché les différents actifs et passifs inscrits au bilan de Méribel Alpina. L'actif net réévalué s'obtient en corrigeant l'actif net comptable à une date proche de l'évaluation des plus ou moins values latentes sur ces différents actifs et passifs. Cette méthode a été écartée en raison de la difficulté à estimer la valeur du matériel de remontée mécanique, bien en concession et principal actif du groupe, qui est un matériel dédié à chaque station et qui n'a pas de valeur vénale déterminable du fait de l'inexistence d'un marché de l'occasion. De plus, certaines remontées mécaniques sont exploitées dans le cadre de contrats d'affermage.

Il convient cependant de noter que l'approche intrinsèque par les flux de trésorerie dégagés par ces actifs valorise indirectement leur contribution à la valeur du groupe.

A titre indicatif, nous calculons une estimation de l'actif net comptable consolidé part du groupe par action au 30 novembre 2000.

L'actif net au 30 novembre 2000 après distribution des dividendes est estimé à 13,5 millions d'euros, soit 12,90 € par action, après retraitement des subventions d'investissement.

	Exercice 1997-1998 au 30/11/98	Exercice 1998-1999 au 30/11/99	Exercice 1999-2000 au 30/11/00 *
Capitaux propres part du groupe hors subventions d'investissement (en milliers d'€)	7 446	11 003	13 486
Nombre d'actions en fin de période	987 674	1 043 598	1 045 598
Actif net comptable consolidé part du groupe par action (en €)	7,54	10,54	12,90
Nombre d'actions en fin de période (après dilution potentielle)	1 028 178	1 078 026	1 078 026
Actif net comptable consolidé part du groupe par action (en €) (après dilution potentielle)	7,24	10,21	12,51

* Sur la base d'un résultat net part du groupe estimé par la société

6.1.1.2. Analyse des cours de bourse

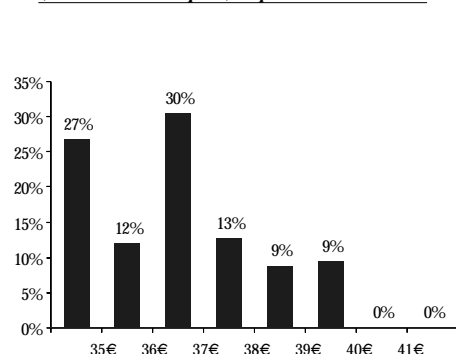
Depuis le 10 mars 2000, fin de l'OPA/OPE initiée par la Compagnie des Alpes sur les titres Méribel Alpina, le flottant de l'action Méribel Alpina est très réduit (10,0%). Si l'on tient compte du bloc détenu par Monsieur Surelle et qui a fait l'objet d'une cession le 25 octobre 2000, le flottant réel depuis la fin de l'OPA/OPE s'élève à 4,73 %.

Les volumes de transaction avant le 25 octobre 2000 ont porté en moyenne sur 104 titres par jour de cotation (moyenne sur les 62 derniers jours de cotation, source Fininfo) soit 0,01 % du capital et 0,21 % du flottant après cession du bloc détenu par Monsieur Surelle.

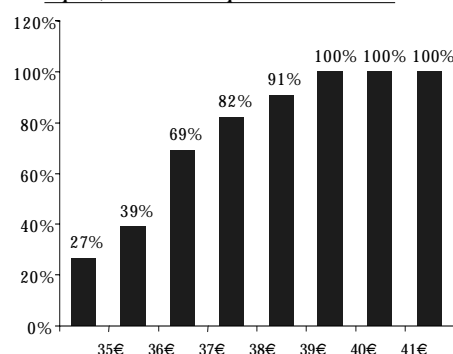
Par ailleurs, le cours de bourse est demeuré à des niveaux inférieurs à 40 €, cours de l'OPA de février-mars 2000 (moyenne de 36,8 € sur les 62 derniers jours de cotation, source Fininfo).

En conclusion de l'analyse du cours de bourse, la faible liquidité du titre Méribel Alpina depuis la clôture de l'OPA/OPE ne permet pas de retenir la performance du cours de bourse comme référence d'évaluation.

Analyse des volumes par tranche (titres Méribel Alpina) depuis la fin de l'OPA



Analyse des volumes par tranche (titres Méribel Alpina) en cumulé depuis la fin de l'OPA



	Volume moyen échangé	Nombre de séances de bourse	Cours moyen pondéré	Plus bas en séance	Plus haut en séance
Dernier cours (26/10/00)			38,1		
1 mois	51	7	37,9	37,3	38,1
3 mois	105	18	37,5	37,0	38,9
6 mois	93	49	36,8	31,9	40,0
Depuis la fin de l'OPA	104	62	36,8	25,6	40,0

6.1.1.3. Rendement

La politique de distribution relève aujourd'hui exclusivement de l'actionnaire majoritaire et des besoins de financement propres de Méribel Alpina. Dans la mesure où la politique de distribution ne s'inscrit plus nécessairement dans une logique de société cotée, le critère du rendement n'a pas été retenu.

Néanmoins, à titre indicatif, nous calculons la valeur de l'action Méribel Alpina en utilisant la méthode de Bates. Cette méthode détermine la valeur de la société comme la somme actualisée des dividendes distribués et de la valeur de revente des titres à la sortie d'une période d'investissement financier. La valeur de revente est calculée en appliquant un PER au résultat net de l'année de sortie. Les flux financiers sont actualisés au taux risqué, correspondant à la rentabilité attendue par les investisseurs pour ce type d'investissement. Ce taux est le coût des fonds propres calculé dans la méthode des flux de trésorerie présentée ci-après ; il est estimé à 10,50 % . Nous nous placerons dans l'hypothèse où l'investisseur vend sa participation en 2006 avec un PER de sortie de 10,0 fois le résultat estimé de l'exercice 2005-2006.

Le taux de croissance du dividende est estimé à 3 % en supposant un taux de distribution constant, égal à 35 % du résultat distribuable.

Avec cette méthode, la valeur obtenue pour Méribel Alpina s'élève à 33,3 € par action.

En tenant compte de l'avoir fiscal dans l'actualisation des dividendes pour considérer plus globalement la valeur de l'investissement réalisé par un actionnaire particulier, nous obtenons 37,2 € par action.

6.1.2. Critères et méthodes retenus

6.1.2.1. Référence à des opérations récentes intervenues sur le capital de Méribel Alpina

- Référence à l'OPA de février/mars 2000

Dans le cadre de l'OPA/OPE centralisée par ParisBourse^{SMF} SA, la Compagnie des Alpes a acquis, à l'issue de la période d'offre et après application de la réduction et de rompus, au prix de 40 €, 291 964 actions représentant 27,08 % du capital potentiel à cette date, sur 685 920 actions faisant l'objet de l'OPA/OPE, y compris les actions susceptibles d'être créées lors de l'exercice des options. Parallèlement, 256 928 actions ont été apportées à l'OPE, dont la parité d'échange faisait ressortir une contre-valeur de 35,42 € par action Méribel Alpina sur la base du dernier cours coté de la Compagnie des Alpes le 20 janvier 2000. A l'issue de cette opération, la Compagnie des Alpes détenait 90,17 % du capital de Méribel Alpina à cette date, et 90,00 % du capital après augmentation liée à l'exercice de stock options en mars 2000.

Compte tenu du fort taux de réponse à l'OPA et de la diversité de l'actionariat de Méribel Alpina, le prix de 40 € retenu pour l'OPA peut constituer une référence à la présente opération.

- Cession d'un bloc de titres de Monsieur Surelle le 25 octobre 2000, au prix de 40 € par action.

Le 25 octobre, Monsieur André Surelle a cédé la totalité de son solde de titres Méribel Alpina à la Compagnie des Alpes, au cours de 40 €. Cette transaction hors marché a porté sur 55 180 titres. Après cette transaction, la Compagnie des Alpes détient désormais 95,27 % du capital de Méribel Alpina.

6.1.2.2. Multiples boursiers de sociétés cotées comparables

Cette méthode consiste à déterminer sur la base des ratios de valorisation constatés pour des sociétés cotées ayant une activité similaire des niveaux des valorisations moyens.

a) Détermination de l'échantillon

Eu égard à la spécificité du métier d'exploitant de remontées mécaniques, pour préserver l'homogénéité des sociétés prises en référence, tout en disposant d'un échantillon suffisamment large pour être représentatif, nous retenons dans celui-ci, outre la Compagnie des Alpes et Téléverbier, le Parc Astérix. Nous retenons cette société, car elle exerce une activité de loisirs qui nécessite des investissements continus financés par un cash-flow élevé. Comme les sociétés de remontées mécaniques, le Parc Astérix est très dépendant des conditions météorologiques. Compte tenu de la saisonnalité de leurs activités, les données prises en compte comprennent les hivers 2000-2001 et 2001-2002 pour les sociétés de remontées mécaniques, les étés 2000 et 2001 pour le parc de loisirs. Les données (saison 2000-2001 et 2001-2002) sont des estimations à partir de notes de recherche. Du fait de l'absence de notes de recherches sur Méribel Alpina suite à l'OPA/OPE lancée en février 2000, nous avons retenu des agrégats financiers prévisionnels au 31/05. Les données, issues des business plans fournis par la société, ont fait l'objet d'une consolidation réalisée par nos soins et confirmée par la société, mais sans certification par les commissaires aux comptes.

Liste des sociétés comparables :

Echantillon	Dates de clôture *	Saison	Exercice	Estimations / Date
Parc Astérix	31 décembre	Été 2000 Été 2001	2000 e 2001 e	ING - Ferri / Sept. 2000 ING - Ferri / Sept. 2000
Compagnie des Alpes	31 mai	Hiver 2000-2001 Hiver 2001-2002	2001 e 2002 e	ING - Ferri / Sept. 2000 ING - Ferri / Sept. 2000
Téléverbier	31 octobre	Hiver 2000-2001 Hiver 2001-2002	2001 e 2002 e	Pinatton / Juin 1999 Pinatton / Juin 1999
Méribel Alpina	31 mai	Hiver 2000-2001 Hiver 2001-2002	2001 e 2002 e	Business plans Business plans

* La date de fin d'exercice pour Méribel Alpina correspond ici au 31 mai (et non au 30 novembre, date de clôture traditionnelle), car les estimations sont issues des business plans disponibles clôturant au 31 mai.

b) Choix des multiples

Pour la valorisation de Méribel Alpina, les multiples boursiers des sociétés de l'échantillon estimés pour 2000-2001 et 2001-2002 ont été appliqués aux agrégats financiers consolidés de Méribel Alpina (estimations 2000-2001 et 2001-2002).

Nous avons retenu trois ratios boursiers :

→ le ratio Valeur d'entreprise / Excédent brut d'exploitation, qui permet de corriger le biais relatif aux différences comptables liées à l'amortissement des immobilisations. En effet, la CDA, Méribel Alpina et Téléverbier amortissent leurs équipements sur des périodes pouvant aller jusqu'à 30 ans selon la nature des engins alors que le Parc Astérix amortit plus rapidement ses installations (de 5 à 25 ans) ;

→ le ratio Capitalisation / Cash flow, ratio significatif pour les sociétés dont la capacité d'autofinancement représente habituellement entre 2 et 4 fois le résultat net ;

→ le PER.

c) Calculs et retraitements effectués pour obtenir un échantillon homogène :

→ Le résultat d'exploitation est retraité du montant de la participation des salariés, le cas échéant.

→ Le résultat net est retenu avant éléments exceptionnels et avant dotations aux amortissements des survaleurs.

→ La capitalisation retenue est basée sur la moyenne des cours de clôture du dernier mois au 26 octobre 2000.

→ La Valeur d'entreprise est calculée comme la somme de la capitalisation boursière et de l'endettement net estimé à la fin de chaque exercice ; notons ici que, compte tenu des différences de situation nette de trésorerie et du manque de pertinence de la position de trésorerie en fin d'année, la valeur induite par l'application du multiple moyen d'EBE ne reflète pas parfaitement la valeur de Méribel Alpina.

d) Synthèse de l'évaluation par les comparaisons boursières

	Multiples d'EBE		Multiples de RN (PER)		Multiples de cash-flow	
	2000-01e	2001-02e	2000-01e	2001-02e	2000-01e	2001-02e
Moyenne des multiples de l'échantillon	5,1 x	4,7 x	9,6 x	9,0 x	4,0 x	3,8 x
Valeur induite par action Méribel Alpina (en €) *	57	49	34	30	35	37

* Y compris les actions susceptibles d'être créées lors de l'exercice des options, soit un nombre total d'actions de 1 078 026 ; l'augmentation de capital induite a été prise en compte en produits financiers supplémentaires.

L'application des multiples moyens d'EBE, de Résultat net et de Cash Flow observés sur l'échantillon des sociétés comparables donne une fourchette de valeur de l'action Méribel Alpina comprise entre 30 et 57 €, et une valeur centrale de 40 €.

6.1.2.3. Actualisation des flux de trésorerie

a) Description de la méthode

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs (discounted cash flows method) consiste à apprécier la valeur des actifs d'exploitation sur la base des flux que ces actifs vont générer dans le futur.

Cette méthode permet d'appréhender les perspectives du groupe sur son marché et de prendre en compte les investissements nécessaires à son développement. Sa mise en œuvre repose principalement sur des business plans élaborés par Méribel Alpina sur les années 2000 à 2006 : le premier business plan concerne la station de Méribel et le second concerne le Grand Massif⁽¹⁾ qui regroupe les quatre autres stations de ski : Flaine, Morillon, Samoëns et Sixt. Les deux business plans ont des dates de clôture au 31 mai, au lieu du 30 novembre habituellement. Ce changement de date de clôture réside dans le fait que la Compagnie des Alpes intègre le groupe Méribel Alpina dans ses comptes au 31 mai et qu'à cet effet le management de Méribel Alpina élabore ses business plans à cette date.

La méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles se décompose en deux étapes :

- dans un premier temps, évaluation des actifs d'exploitation sur la base des flux de trésorerie hors frais financiers. Ces flux sont destinés à rémunérer les actionnaires et les banquiers ; ils sont donc actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), moyenne entre le taux d'intérêt servi sur la dette et le taux de rentabilité attendu par les actionnaires. La valeur ainsi trouvée correspond à la valeur d'entreprise.
- dans un second temps, déduction de la dette financière nette estimée à la date d'évaluation, ainsi que des intérêts minoritaires le cas échéant, pour trouver la valeur des fonds propres.

La valeur d'entreprise est calculée comme la somme des flux futurs actualisés sur la période 2000-06 et de la valeur résiduelle actualisée. Nous avons fait nos calculs d'actualisation au 26 octobre 2000.

La valeur résiduelle a été calculée selon la méthode de la rente perpétuelle correspondant à la perception à l'infini d'un flux de trésorerie normatif disponible au 1er juin 2007. Ce flux normatif a pour hypothèse principale une croissance du chiffre d'affaires égale à 1,5 % par an, ainsi que :

- des marges constantes (moyenne des 3 dernières années),
- des investissements normés à 17 % du chiffre d'affaires total, ce qui correspond à une moyenne observable chez les exploitants de remontées mécaniques,
- des amortissements égaux à 96 % du montant des investissements normatifs. Ce ratio a été calculé à partir du business plan de Méribel. Il reflète le rythme des amortissements correspondant aux installations existantes et nouvelles de Méribel, station moderne qui dispose d'équipements de qualité. Il a été appliqué au flux normatif de Grand Massif pour tenir compte de la remise à niveau du parc de remontées mécaniques qui est considérée comme achevée en 2006,
- une variation de BFR indexée sur les années précédentes.

Au cas particulier de Méribel Alpina, nous avons réalisé une évaluation directe des fonds propres, fondée sur les flux de trésorerie disponibles après frais financiers, c'est-à-dire les flux nets revenant aux seuls actionnaires. Ces flux sont alors actualisés au coût des fonds propres et non au CMPC, pour ne refléter que la rémunération attendue par les actionnaires ; cette approche a été choisie en raison du manque de pertinence du niveau de dette ou de trésorerie nette observé à une date donnée qui n'est pas représentatif du niveau moyen sur l'année, en particulier à cause du remboursement progressif des emprunts liés aux investissements réalisés en été.

b) Détermination du taux d'actualisation

Pour déterminer le taux d'actualisation correspondant au coût moyen pondéré du capital de Méribel Alpina, les paramètres suivants ont été retenus :

- le taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 5,37 % au 26 octobre 2000. Ce taux correspond au rendement que tout investisseur peut obtenir dans le cadre d'un placement sans risque (taux sans risque) ;
- la prime de risque du marché, estimée par CCF Securities, s'élève à 3,62 % au mois d'octobre 2000 ;
- le coût de la dette avant impôts ressort à 6,92 % au 31 mai 2000 (y compris crédit-bail, données de la société). Le taux d'imposition de Méribel Alpina est fixé à 37 %.
- le bêta, permettant de prendre en compte dans le calcul des fonds propres le risque relatif de la société évaluée par rapport à l'ensemble du marché. Nous avons calculé un bêta implicite à partir du cours de bourse et des prévisions de flux de trésorerie pour chaque société de l'échantillon, sur la base des informations dont nous disposons, et avons retenu la moyenne de ces bêtas, égale à 1,14. Nous avons opté pour cette méthode car le bêta théorique, observé sur une longue période pour ces mêmes sociétés, ne nous semble pas refléter réellement le risque supporté par un investissement dans ces valeurs (bêta de 0,35).
- une prime de risque spécifique de 1 % est ajoutée au coût des fonds propres pour tenir compte (i) du risque de perte d'exploitation liée aux aléas climatiques (saison concentrée, absence de neige pouvant être désastreuse, forte sensibilité du résultat à la variation du chiffre d'affaires), qui ne nous semble pas avoir été retenu dans les business plans, (ii) de la faible répartition des risques géographiques chez Méribel Alpina (5 stations) par rapport à la Compagnie des Alpes (13 stations), (iii) et enfin de la très faible liquidité du titre Méribel Alpina.

Les hypothèses retenues ci-dessus conduisent à un coût des fonds propres de 10,50 %.

c) Détails de l'approche

Nous avons valorisé séparément Méribel et Grand Massif (détenu à 57,14 % par Méribel) en s'appuyant sur leur business plan respectif.

Pour le calcul de la valeur des fonds propres :

- nous avons retraité les frais financiers pour ne pas prendre en compte les dividendes prévus dans le business plan, qui auraient conduit, s'ils avaient été distribués, à un besoin de financement supplémentaire ;
- nous avons tenu compte de la valeur des reports déficitaires chez Flaine, valorisés en actualisant au coût des fonds propres l'économie d'impôts résultant de leur utilisation possible sur le résultat fiscal estimé de Flaine chaque année ;
- pour Grand Massif, nous avons retenu 57,14 % de la valeur des fonds propres ainsi trouvée.

(1) Complément au rapport d'évaluation : ces hypothèses tiennent compte de l'acquisition de la société Arve Giffre au travers de l'augmentation du nombre de journées/skieurs (et donc du chiffre d'affaires).

d) Résultats

Les valorisations obtenues se situent dans une fourchette de 44 € à 48 € par action, pour des taux de croissance à l'infini compris entre 1,4 % et 1,6 % et pour un coût des fonds propres compris entre 10,4 % et 10,7%.

Bêta	Taux de croissance à l'infini					Coût des fonds propres
	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	
1,0	48	49	50	50	52	10,0%
1,1	45	47	47	48	49	10,4%
1,15	44	45	46	46	47	10,5%
1,2	43	44	45	45	46	10,7%
1,3	41	42	42	43	44	11,1%

6.2. Synthèse des évaluations

La valorisation de Méribel Alpina ressort :

- sur la base du prix d'OPA lancée en février-mars 2000 ainsi que sur la base du prix de transaction du bloc de Monsieur Surelle le 25 octobre 2000 à 40 € ;
- sur la base des comparaisons boursières entre 30 et 57 € ;
- sur la base de la méthode des flux de trésorerie disponibles entre 44 et 48 €.

Cet intervalle de valorisation doit être comparé au prix de 40 € proposé lors de l'OPA amicale sur Méribel Alpina initiée par la Compagnie des Alpes en février 2000. En effet, la moyenne issue des différentes méthodes utilisées est de 42,0 € par action, soit une prime de 5,1 % sur le prix de 40 €. Cette différence s'explique principalement par :

- (1) le cours de bourse de la Compagnie des Alpes, principale société comparable, qui a bénéficié de l'annonce de bons résultats pour la saison 1999-2000, et des perspectives de croissance externe, tirant ainsi à la hausse les résultats issus de la méthode des comparables boursiers, en particulier les multiples d'EBE ;
- (2) la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie qui donne structurellement une valorisation plus élevée que le marché pour des sociétés caractérisées par des cash flows récurrents comme Méribel Alpina.

La valeur retenue pour une action Méribel Alpina se situe donc dans une fourchette comprise entre 30 et 57 €.

Le prix d'offre proposé par l'initiateur dans le cadre de cette offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est fixé à 46 € par titre. Ce prix est égal à la plus haute des valeurs moyennes obtenues par les différentes méthodes.

Le prix proposé de 46 € est supérieur à la valeur moyenne obtenue par application des multiples boursiers des sociétés comparables, offrant une prime de 14 % par rapport à la valeur moyenne.

Par ailleurs, il offre une prime de 15 % sur le prix de l'OPA de février-mars 2000 ainsi que sur le prix de transaction du bloc de Monsieur Surelle le 25 octobre 2000.

La méthode des flux futurs de trésorerie aboutit à une fourchette de 44 à 48 € par action. La prime offerte de 46 € est égale à la valeur centrale de cette fourchette.

Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble des estimations selon les différentes méthodes utilisées et donne les primes ou décotes induites par le prix d'offre de 46 € :

En €	Prix par action Fourchette basse	Prix par action Valeur centrale ou moyenne	Prix par action Fourchette haute	Prime induite par le prix d'offre par rapport à la valeur centrale
OPA sur MA	40	40	40	+ 15 %
Comparaisons boursières	30	40	57	+ 14 %
Actualisation des flux futurs de trésorerie	44	46	48	+ 0 %
Moyenne		42		+ 9 %

VII AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire que la société Compagnie des Alpes a décidé de mettre en œuvre sur les actions de la société Méribel Alpina, Détoyat Associés a été chargé, en qualité d'expert indépendant agréé par le Conseil des Marchés Financiers, de prendre connaissance du rapport d'évaluation réalisé par CDC Marchés, ci-après l'Evaluateur, et de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour l'indemnisation des actionnaires minoritaires.

La présente offre, qui porte sur 49 420 actions représentant 4,73% du capital, est proposée au prix de **46 € par action**.

Pour réaliser nos travaux, nous nous sommes notamment appuyés sur notre connaissance du secteur d'activité auquel appartient la société à évaluer.

Nous avons étudié le rapport réalisé par l'Evaluateur. Nous avons disposé d'un historique de comptes consolidés et des plans à long terme 2001/2006 concernant la station de Méribel d'une part et l'ensemble du Grand Massif d'autre part.

L'ensemble de ces éléments nous a permis de vérifier la cohérence des hypothèses retenues et de nous interroger sur la mise en œuvre de méthodes d'évaluation alternatives.

Pour comprendre la méthodologie retenue pour la présente expertise, il convient de rappeler les caractéristiques de Méribel Alpina et du marché sur lequel elle évolue.

Méribel Alpina a été créée en 1955 et a enregistré un développement important marqué par deux étapes :

- 1) la signature en 1982 d'un contrat de concession trentenaire débutant en 1989 pour l'exploitation du domaine skiable de Méribel,
- 2) la reprise en 1998 de la gestion du Grand Massif (Flaine, Morillon, Samoëns, Sixt).

Le groupe Méribel Alpina est soumis à des contraintes et aléas forts :

- le caractère extrêmement saisonnier de l'activité,
- la sensibilité aux fluctuations climatiques,
- l'importance des investissements à réaliser sur le domaine qui ont été très nettement accentués par la reprise du Grand Massif.

La qualité de la station, tant en termes de situation géographique, d'enneigement, de niveau des installations que d'image permet de compenser, partiellement, ces inconvénients.

Le dynamisme du management participe également au développement de l'activité et s'est traduit notamment par la création d'une société en 1997 pour exploiter une licence d'agence de voyages et une politique active de cessions de droits à construire à des promoteurs, droits qui représentent une capacité de croissance future pour les stations de ski gérées.

Le groupe Méribel Alpina arrête ses comptes au 30 novembre et présente la particularité de réaliser la quasi-totalité de son chiffre d'affaires au premier semestre (décembre à mai), la seconde partie de l'année n'enregistrant pratiquement que des charges (travaux d'entretien des remontées, des matériels et des pistes).

Les derniers comptes annuels, arrêtés au 30/11/99, ont été marqués par une nouvelle progression de l'activité (+ 6,28%), malgré les conditions climatiques très défavorables de la saison 1998/1999 qui avaient particulièrement

affecté la station de Flaine, qui représente un peu moins de 25% du chiffre d'affaires du groupe (pas d'accès possible pendant plusieurs jours). Les comptes semestriels arrêtés au 31/05/2000 ont également enregistré les effets d'une bonne saison 1999/2000 avec un chiffre d'affaires consolidé en hausse de 11% et un résultat net part du groupe de 58 MF contre 49 MF.

Pour la saison 2000/2001, il est prévu une nouvelle hausse de l'activité grâce aux effets conjugués du développement immobilier du Grand Massif (1300 lits livrés), de l'augmentation du coefficient de remplissage de Morillon et Samoens (création de la Centrale Giffre Réservations) et de l'amélioration du domaine skiable.

A plus long terme, le développement du groupe repose sur l'augmentation des capacités d'hébergement et l'amélioration des coefficients de remplissage pour le Grand Massif ainsi que sur les actions en termes de marketing sur l'ensemble du domaine détenu par le groupe. Ces éléments pourraient être complétés par des opérations de croissance externe, les opportunités en la matière étant cependant relativement limitées.

Le plan à moyen terme arrêté par le groupe pour la période 2001/2006 traduit ces tendances avec une distinction nette entre :

- Méribel, qui enregistre une croissance modérée de son chiffre d'affaires du fait de la saturation des capacités d'hébergement de la station mais prévoit une hausse continue de sa rentabilité,
- Grand Massif, qui connaît une progression beaucoup plus forte de son chiffre d'affaires, soutenue par l'extension des capacités d'hébergement et s'appuyant sur un très important programme d'investissement induisant de très fortes variations de résultats. On peut noter que les hypothèses retenues sont plutôt volontaristes, la marge d'exploitation augmentant de près de 15 points sur la période considérée.

Au total, les hypothèses du plan à moyen terme nous paraissent correctement refléter le potentiel de développement du groupe et ne sont pas de nature à conduire à une sous-évaluation de l'action Méribel Alpina.

7.1. Méthodes écartées

7.1.1. Actif net

L'actif net comptable n'est pas représentatif de la valeur d'une société industrielle et il n'existe pas d'éléments d'actifs significatifs hors exploitation susceptibles d'être réévalués. L'actif net comptable consolidé part du groupe est estimé à 12,5 € au 30 novembre 2000.

7.1.2. Rendement

Pour une société industrielle, l'actualisation des cash flows disponibles permet seule de tenir compte des flux réellement distribuables. Cependant, Méribel Alpina affichant depuis plusieurs années la volonté de distribuer un dividende récurrent et significatif représentant un peu plus d'un tiers de son résultat, nous avons examiné ce critère à titre indicatif en reprenant les paramètres utilisés par l'Evaluateur (taux de distribution, taux de croissance, horizon et PE de sortie), à l'exception du coût des fonds propres qui ressort selon nous (cf actualisation des cash flows) à 10,54 %. La valeur s'élève à 37 €, avoir fiscal inclus et est très supérieure au montant qui ressortirait d'une projection du dividende à l'infini au delà de 2006.

7.2. Méthodes retenues

Tous les calculs ont été faits en tenant compte de la dilution potentielle liée à l'existence d'options de souscription. L'apport de cash lié à l'exercice de ces options a été inclus en contrepartie.

L'avantage tarifaire dont bénéficient les actionnaires de la société (qui peut aller jusqu'à 50% de réduction sur un forfait saison) n'a pas été évalué séparément dans la mesure où il doit être considéré comme un moyen de fidéliser des actionnaires personnes physiques plutôt que comme un revenu additionnel. On peut de plus remarquer que Compagnie des Alpes ayant annoncé la mise en place de mesures similaires pour ses actionnaires, la comparaison avec les multiples de ce groupe permet en fait d'intégrer cette spécificité.

7.2.1. Cours de bourse

Les actions Méribel Alpina sont cotées au second marché depuis le 21 novembre 1995.

Les seuls cours de bourse qu'il convient d'examiner sont ceux précédant l'offre publique d'achat ou d'échange de mars 2000.

En effet, depuis la fin de l'offre publique, les échanges sont très réduits et les cours cotés ne peuvent en conséquence pas être considérés comme significatifs. Depuis le 10 mars 2000, date de la fin de l'offre, le cours le plus bas a été de 25,56 € et le cours le plus haut de 40 €.

Le prix de 46 € se compare aux cours de bourse suivants :

Cours arrêtés au 20/01/2000	Prime sur la base d'un prix de 46 €
Cours au 20/01/2000	16 %
Moyenne pondérée 1 mois	15 %
Moyenne pondérée 3 mois	15 %
Moyenne pondérée 6 mois	15 %

Le prix proposé était calé sur les derniers cours de bourse, qui avaient augmenté de 59 % au cours des 18 mois ayant précédé l'offre.

Au total, nous retenons la référence aux cours de bourse, pour un niveau proche de 40 €, tout en soulignant que le délai écoulé depuis l'arrêt des moyennes de cours rend dans ce cas particulier ce critère moins significatif.

7.2.2. Référence à l'offre de février 2000

Le groupe Compagnie des Alpes, actionnaire de référence de Méribel Alpina avec 37,57 % du capital et des droits de vote, a lancé en février 2000 une offre publique d'achat à titre principal au prix de 40 € par action assortie d'une offre publique d'échange à titre subsidiaire sur la base d'une parité de 15 actions Compagnie des Alpes contre 14 actions Méribel Alpina pour un nombre total d'actions pouvant être apporté à l'échange limité à 256 984 actions (25 % du total des actions existantes).

L'offre qui s'est déroulée du 7 février au 10 mars 2000, permettait à Compagnie des Alpes de renforcer un contrôle déjà bien établi (exercice du contrôle, consolidation de la participation par intégration globale) et offrait aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs actions dans des conditions de liquidité optimale à un prix calé sur les cours de bourse récents (moyennes 1 mois à 6 mois et dernier cours coté avant l'annonce de l'offre).

Cette offre n'était assortie d'aucune condition et le taux de réponse a été très élevé en dépit de l'intention de l'initiateur de maintenir la cotation de Méribel Alpina si la liquidité le permettait.

La référence au prix de 40 € offert lors de l'OPA nous paraît en conséquence devoir être retenue pour la présente opération.

Le prix qui ressortirait de l'application de la parité proposée au cours de bourse récent (moyenne arithmétique 3 mois) de Compagnie des Alpes, soit une valeur proche de 44 € par action, ne constitue pas la référence centrale de valorisation pour la présente opération car :

- 1) c'est l'OPA qui était l'offre principale,
- 2) une évaluation multi-critères de Méribel Alpina tenant compte des éléments intervenus depuis la fin de l'offre et s'appuyant sur l'analyse de la rentabilité future de la société doit être réalisée pour déterminer le prix de la présente offre.

Si l'OPA est un peu ancienne, la référence au prix de 40 € est confortée par la négociation récente, au même prix de 40 €, d'un bloc de titres détenu par un dirigeant du groupe représentant 5 % du capital de Méribel Alpina.

7.2.3. Comparaisons boursières

Nous sommes en accord avec l'Evaluateur sur l'échantillon retenu pour le critère des comparaisons boursières qui comprend Compagnie des Alpes, Téléverbier et Parc Astérix.

Les ratios financiers pris en compte VE/EBE, PE et P/CF sur pondèrent le poids des agrégats avant dotation aux amortissements, ce qui est logique pour une société caractérisée par d'importants cash flows. Une des difficultés pour des sociétés ayant une activité aussi saisonnière est d'estimer la dette nette moyenne sur un exercice. A défaut de pouvoir faire cette estimation de façon fiable pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon, la dette est donc intégrée pour son montant à la fin de chaque exercice pour les sociétés de l'échantillon comme pour Méribel Alpina dans le calcul de la VE/EBE. Les ratios de PE et de P/CF, étant calculés après frais financiers, tiennent eux compte implicitement d'une dette moyenne sur l'exercice.

Nous avons intégré les modifications suivantes :

- les cours sont arrêtés sur la base de la moyenne arithmétique 1 mois au 27 octobre 2000,
- nous avons inclus une année supplémentaire prévisionnelle, soit l'année 2002,
- nous nous sommes basés sur des analyses financières plus récentes pour les sociétés de l'échantillon qui prennent notamment en compte la révision en baisse des résultats attendus pour la société Téléverbier, et font en conséquence ressortir des multiples de valorisation plus élevés.

Le business plan a été préparé par le groupe Compagnie des Alpes pour ses besoins internes et fait ressortir une évolution assez heurtée des résultats en raison notamment des investissements extrêmement importants prévus sur le domaine du Grand Massif. Si ces projections traduisent la nécessité de rattraper le retard passé ainsi que la volonté d'anticiper les besoins réels d'investissements sur une longue période, on remarque néanmoins que les anticipations des analystes financiers sur les sociétés cotées du secteur, qui composent l'échantillon de référence, restent aujourd'hui basées sur une progression régulière des résultats malgré les à-coups encore récemment constatés. Pour tenir compte de cette tendance, nous avons pris en compte pour Méribel Alpina des perspectives de résultat attendues par l'analyste financier qui suit la valeur au sein du cabinet d'analyses financières de Détoyat Associés.

Au total, nous aboutissons selon cette méthode à une valeur de 43,9 € par action Méribel Alpina.

7.2.4. Actualisation des Cash flows disponibles

Nous sommes en accord avec l'Evaluateur pour retenir des cash flows disponibles après frais financiers. En effet, pour une société caractérisée par une activité extrêmement saisonnière induisant des variations très importantes de la dette au cours de l'exercice, et pour laquelle la dette ou la trésorerie à une date donnée n'est donc pas représentative du niveau moyen sur l'exercice, il est plus aisé de travailler à partir des flux nets revenant aux actionnaires après frais financiers.

Ces flux après frais financiers doivent être actualisés au coût du capital, que l'Evaluateur estime à 10,5% pour Méribel Alpina. Le choix de ce taux appelle plusieurs remarques :

- si l'importance des cash flows extériorisés par Méribel Alpina et les sociétés du secteur justifie un bêta (coefficient de risque) faible, à l'inverse les très importants aléas climatiques militent pour un taux d'actualisation des flux élevé,
- les taux généralement retenus pour les sociétés du secteur intègrent ces éléments et sont significativement supérieurs au taux théorique calculé à partir du bêta observé sur le marché financier (0,35 à 0,4) qui n'est pas significatif (indice de corrélation, r2, inférieur à 0,2) et doit être écarté. Il en est ainsi tant des taux implicites ressortant de la comparaison des valorisations boursières des sociétés cotées du secteur avec leurs perspectives de cash flows futurs que des taux utilisés lors d'opérations financières. Pour la dernière d'entre elles, à savoir l'introduction au Second Marché de la société Téléverbier en juillet 1999, le prix avait ainsi été déterminé à partir d'un taux d'actualisation de 11,2 %. On remarquera que ce taux n'était pas de nature à sous-évaluer une société qui ne vaut pas actuellement plus que son prix d'introduction en bourse malgré la hausse du marché financier sur la période.

Sur la base du taux sans risque, de la prime de risque Second Marché calculée par Détoyat Associés et du bêta implicite des sociétés du secteur, le taux que nous retenons pour déterminer la valeur centrale selon cette méthode ressort à 10,54%.

Les autres paramètres retenus par l'Evaluateur n'appellent pas de remarque de notre part et nous soulignons que l'ensemble des actifs ont été pris en compte, y compris les reports fiscaux déficitaires.

Au total, la valeur selon cette méthode ressort selon nous à 45,5 € par action Méribel Alpina.

Le tableau ci-dessous retrace la sensibilité de ce critère aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

Taux de croissance / Taux d'actualisation	1%	1,5%	2%
11,54%	38 €	39,5 €	41,2 €
10,54%	43,5 €	45,5 €	47,7 €
9,54%	50,3 €	52,9 €	55,9 €

7.3. Conclusion

L'ensemble des méthodes retenues fait ressortir des valeurs comprises entre 40 € et 45,5 € par action Méribel Alpina.

En conséquence, le prix de 46 € par action Meribel Alpina, qui est légèrement supérieur au haut de la fourchette d'évaluation, est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Paris, le 06 novembre 2000
DETROYAT ASSOCIES

VIII MODALITES DE FINANCEMENT

Le financement de cette opération, représentant un maximum de € 3 765 008 compte tenu de l'exercice éventuel des options, sera assuré par les ressources propres de l'Acquéreur.

IX AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MERIBEL ALPINA

Le Conseil d'administration de Méribel Alpina s'est réuni le 13 novembre 2000 sous la présidence de Monsieur André E.Surelle. Il a constaté qu'à l'issue de l'offre d'achat à titre principal assortie d'une offre publique d'échange à titre subsidiaire initiée par la Compagnie des Alpes, cette dernière détenait, à la date 6 novembre 2000, 996 178 actions représentant 95,27 % du capital et des droits de vote de Méribel Alpina.

Le Conseil a pris connaissance du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions Méribel Alpina, offrant à tous les actionnaires € 46 par action, cette opération conduisant in fine au transfert à la Compagnie des Alpes de l'intégralité des actions restant en circulation.

Tous les administrateurs sauf un étaient présents ou représentés et ont émis un avis favorable à cette opération au vu notamment des conclusions du rapport d'évaluation et de l'avis formulé par l'expert indépendant.