

## **Commission des participations et des transferts**

### **Avis n° 2023 – A. - 5 du 2 octobre 2023**

**relatif à l'évaluation de la société Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT)**

La Commission,

Vu la lettre en date du 7 septembre 2023 par laquelle le président du conseil régional d'Auvergne-Rhône-Alpes (AURA) a saisi la Commission, en application du 8°bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT) ;

Vu le code général des collectivités territoriales ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique ;

Vu la délibération n° AP-2023-06 / 04-8-7634 relative à la participation au capital de la société ANAT adoptée les 29 et 30 juin 2023 par le conseil régional d'Auvergne-Rhône-Alpes ;

Vu le rapport d'expertise indépendante prévu à l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales, relatif à la prise de participation de la région AURA dans la société commerciale ANAT, établi par le cabinet Finance Consult et le cabinet Camarae en date du 12 juin 2023 et transmis le 7 septembre 2023 à la Commission ;

Vu le rapport d'expertise indépendante prévu à l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales, relatif à une augmentation de capital apportée par la région AURA, établi par le cabinet Finance Consult et le cabinet Camarae en date du 4 septembre 2023 et transmis le 7 septembre 2023 à la Commission ;

Vu le document intitulé « Principaux termes relatifs à l'investissement dans l'ANAT » daté du 4 août 2023 ;

Vu le projet de rapport de la commission permanente du Conseil régional d'Auvergne-Rhône-Alpes transmis à la Commission le 29 septembre 2023 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

le 20 septembre 2023, le conseil régional AURA représenté par :

- Mme Claire SIMON, DGA ressources ;

- M. Antoine Le ROUX, DGA économie tourisme ;
- Mme Marie-Laure BOCQUIN GALLERAND, responsable du service contrôle financier ;
- M. Bruno BUATHIER, contrôleur financier.

le 25 septembre 2023, l'expert indépendant représenté par :

- M. Emmanuel PELISSON, consultant associé du cabinet Finances Consult ;
- M. Pierre PREAU, associé-gérant du cabinet Camarae ;

le 29 septembre 2023, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) représentée par :

- M. Antoine SAINTOYANT, directeur des participations stratégiques, membre du conseil d'administration de la Compagnie des Alpes.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 7 septembre 2023, le président du conseil régional d'Auvergne-Rhône-Alpes (AURA) a saisi la Commission, en application du 8<sup>o</sup>bis de l'article L. 4211-1 et de l'article R. 4211-7 du Code général des collectivités territoriales, afin qu'elle se prononce sur la valeur de la société Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT).

La région expose qu'elle envisage de souscrire à l'augmentation de capital de la société ANAT, dont elle détient 1% du capital social initial, en vue de lui permettre d'acquérir les 2 821 612 actions actuellement détenues par la société SOFIVAL dans le capital de la Compagnie des Alpes (CDA), représentant 5,59% du capital de cette dernière. Ce projet d'investissement doit être présenté à l'assemblée plénière de la région AURA les 19 et 20 octobre 2023.

La participation envisagée étant supérieure à 3 M€, les dispositions de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales s'appliquent. Elles prévoient que *« préalablement à sa délibération, le conseil régional saisit pour avis la Commission des participations et des transferts, prévue à l'article 25 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 [...]. Le rapport mentionné à l'article R. 4211-6 est transmis à la Commission des participations et des transferts. La Commission des participations et des transferts dispose d'un délai de deux mois, à compter de la date d'accusé de réception de la saisine, pour se prononcer sur la valeur de la société. Son avis est réputé donné s'il n'a pas été émis avant l'expiration de ce délai. Il est transmis au président du conseil régional. Cet avis est annexé à la délibération visée à l'article R. 4211-6. »*

II.- La région AURA est la première destination mondiale pour le tourisme hivernal. L'économie de la montagne y représente 92.000 emplois directs et indirects, pour un chiffre d'affaires avoisinant les 7,5 Mds € par an.

La région contribue au soutien de cette filière.

Elle a notamment mis en place en février 2021 des mesures d'urgence et un plan de relance pour la montagne après la crise sanitaire. La région intervient également ponctuellement auprès des entreprises des territoires alpins via ses fonds d'investissement régionaux.

Un plan Tourisme 2022-2028 a été adopté par la région AURA en juin 2022. Il a pour ambition de faire de la région AURA la première destination européenne de tourisme durable.

C'est dans ce contexte qu'en juin 2023, la région AURA a participé à la création d'une société dénommée Alpes du Nord Aménagement Touristique (ANAT). Sa participation, d'un montant de 1 K€, représente 1% du capital de cette société et a été autorisée par la délibération susvisée du conseil régional d'AURA des 29 et 30 juin 2023.

Les autres actionnaires d'ANAT sont la SEM Savoie Stations Ingénierie Touristique (SSIT)<sup>1</sup> pour 54% et trois établissements de crédit mutualistes régionaux pour 15% chacun.

La société ANAT a pour objet de participer au développement de l'activité touristique sur le territoire des Alpes du nord, soit directement soit via des prises de participations dans des sociétés dont l'activité contribue à cet objet.

Le projet prioritairement porté par la société ANAT est d'acquérir la participation de 5,59% actuellement détenue par la société SOFIVAL dans la société cotée Compagnie des Alpes, leader mondial dans le secteur des domaines skiables avec un portefeuille de dix domaines du massif alpin français.

Cette acquisition vise à conforter la place des acteurs locaux (région AURA, département de la Savoie et banques régionales) dans le développement du tourisme des stations de ski des Alpes du nord et s'inscrit dans leurs objectifs de soutien et d'accompagnement de la filière touristique.

L'ANAT souhaite en outre disposer d'un siège au conseil d'administration de la Compagnie des Alpes, renforçant ainsi la présence des acteurs locaux dans la gouvernance de sociétés de remontées mécaniques impliquées dans les plus importantes stations des Alpes. Le représentant de l'ANAT au conseil d'administration de la Compagnie des Alpes pourrait ainsi promouvoir les intérêts des stations de sports d'hiver, notamment dans les choix d'adaptation que la Compagnie des Alpes devra faire au regard des effets du changement climatique.

La décision de nommer un représentant de l'ANAT au conseil d'administration de la CDA sera prise par ce dernier et par l'assemblée générale de la CDA. A cet égard, lors de son audition par la Commission, le représentant de la CDC a indiqué que cette dernière était favorable à l'attribution à l'ANAT d'un siège au conseil d'administration de la CDA.

---

<sup>1</sup> La SSIT est détenue à 74% par le département de la Savoie.

Par ailleurs, la Commission a été informée que la SSIT et la région AURA se sont entendues pour que le premier représentant de l'ANAT au conseil d'administration de CDA soit choisi parmi les représentants désignés par le conseil régional dès lors que la région aura décidé de détenir 25% du capital de l'ANAT.

III.- L'acquisition de la participation de 5,59% dans la Compagnie des Alpes par l'ANAT devrait être réalisée selon les modalités suivantes.

La SSIT, actionnaire majoritaire de l'ANAT a conclu le 31 mai 2023 une promesse d'achat des 2.821.612 actions de la Compagnie des Alpes détenues actuellement par la société SOFIVAL.

La SSIT a notifié le 13 juillet 2023 l'exercice de cette promesse et s'est ainsi engagée à acheter à SOFIVAL l'intégralité de ses actions au prix de 17€ par action, soit un prix de 47.967.404 € pour l'ensemble des actions.

Il est par ailleurs prévu de procéder à une augmentation de capital de la société ANAT dont le montant passera de 100 K€ à 28.776.667 €. Une fois cette augmentation réalisée, la SSIT cédera à la région AURA 24% du capital de l'ANAT. A l'issue de cette opération, la région AURA disposera de 25% du capital de l'ANAT pour un montant de 7.194.167 €. Le projet de pacte d'actionnaire prévoit que la région AURA désignera trois des neuf membres du conseil d'administration de l'ANAT.

Pour financer l'acquisition des titres de la Compagnie des Alpes, l'ANAT disposera, en complément de l'augmentation de capital, d'une avance d'actionnaire en compte courant, constituée par la SSIT, et de prêts bancaires accordés par les trois banques régionales actionnaires de l'ANAT.

IV.- La Compagnie des Alpes a été créée en 1989 par la Caisse des dépôts et Consignations (CDC). La CDC reste aujourd'hui le principal actionnaire de CDA avec 42,1% de son capital.

La Compagnie des Alpes a été introduite en bourse le 18 novembre 1994. L'action de la Compagnie des Alpes est cotée au compartiment B (*Midcaps*) d'Euronext.

Spécialisée initialement dans l'exploitation des domaines skiabiles alpins, CDA est le premier exploitant de remontées mécaniques au monde.

CDA a entrepris de diversifier ses activités à partir de 2002, d'abord en faisant l'acquisition de parcs de loisirs, puis à partir de 2018 dans la distribution touristique puis l'hébergement.

A la fin de septembre 2022, le groupe CDA a réalisé un chiffre d'affaires de 959 M€ (47,5% dans les domaines skiabiles, 48,9% dans les parcs de loisirs et 3,6% dans les activités de holdings et de support<sup>2</sup>). Au 30 juin 2023, le chiffre d'affaires sur 9 mois<sup>3</sup> a atteint un niveau record de 894 M€, en progression de 20% (+12% à périmètre comparable).

<sup>2</sup> Activités de Conseil portées par CDA Management et CDA Beijing et activités de distribution et d'hébergement portées par la nouvelle Division Distribution & Hospitality.

<sup>3</sup> L'exercice annuel est fixé du 1er octobre N au 30 septembre N+1.

CDA emploie 5.489 personnes.

En octobre 2022, pour renforcer sa division « *Distribution & Hospitality* », CDA a acquis 85% de MMV<sup>4</sup>, le deuxième exploitant d'hôtels de loisirs et de résidences de tourisme dans les Alpes.

Comme tout le secteur du tourisme, CDA a été négativement impacté par les effets de la pandémie de Covid-19, mais est parvenu à redresser son activité dès l'exercice 2021/2022. La rentabilité est revenue à la normale en 2022 mais est affectée en 2023 par la hausse des coûts, notamment de l'énergie.

V.- La Commission a disposé du rapport d'expertise indépendante établi par les cabinets Finance Consult et Camarae en application de l'article R. 4211-6 du code général des collectivités territoriales. L'expert y développe l'ensemble des points requis, notamment :

- l'analyse de la situation financière de l'entreprise et de ses perspectives d'avenir,
- une évaluation de la valeur réelle de la société selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés.

Sur le premier point, l'expert analyse la robustesse du plan d'affaires envisagé pour l'acquisition des titres CDA par l'ANAT.

Il indique que l'objectif des actionnaires de l'ANAT de recevoir de CDA un dividende moyen de 83cts par action semble atteignable à moyen terme au regard des projections de résultat et de *cash flow* présentées par l'entreprise. Toutefois, en 2023 et 2024, ce niveau de dividende sera plus difficile à atteindre eu égard au niveau d'investissement élevé qui mobilise le *free cash flow*.

Sur la base d'une détention des titres CDA de 20 ans et un prix de sortie de 17€ par action (donc sans plus-value), ce niveau de dividende permettrait de dégager un ratio d'excédent brut d'exploitation/service de la dette de 1,4 ; de rembourser les comptes courants d'associés sur 10 ans et de générer un taux de rendement interne (TRI) actionnaire pour la région AURA de 4,74% sur 20 ans.

Les simulations réalisées en fonction des dates de sortie (à 5, 10, 15 et 20 ans) et des prix de sortie (compris entre 12 € et 22 €) montrent, qu'à l'exception d'une sortie à 5 ans à 12 €, les TRI seraient toujours positifs.

Dans le même esprit, l'expert souligne qu'à un niveau de dividende de 60 cts par action, un TRI positif serait encore dégagé.

Sur le second point, l'expert indique d'abord que la valeur de l'ANAT, dont le seul objet identifié à ce stade est de porter la participation dans CDA, sera déterminée sur la base de l'actif net réévalué en substituant au prix d'acquisition des titres CDA, leur « *valeur objective* ».

L'expert détermine la valeur objective de CDA sur la base des approches suivantes :

---

<sup>4</sup> 75 M€ de chiffre d'affaires au moment de son acquisition.

- l'approche patrimoniale ;
- l'analyse du cours de bourse ;
- les études des analystes boursiers ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- la méthode des comparables de transactions ;
- l'approche DCF<sup>5</sup> des *cash flow* actualisés.

### **L'approche patrimoniale**

Sur la base des comptes semestriels arrêtés au 31 mars 2023, les capitaux propres de CDA s'élèvent à 1.081 M€, soit une valeur unitaire de l'action de 20,28 €.

### **Cours de bourse**

Le cours de CDA a évolué dans un corridor 11,72-18,40 € entre le 8 juillet 2022 et le 7 juillet 2023. La moyenne du cours pondéré par les volumes est de 14,37 € sur un an.

### **Evaluation des analystes boursiers**

L'expert a eu accès aux notes datées du 25 janvier 2023 de Société générale, de Gilbert Dupont, de Berenberg et d'Odéo BHF.

Les objectifs de cours des quatre analystes sont compris entre 17,5 € et 25 €. La moyenne est de 20,6 € et la médiane de 19,95 €.

L'expert souligne que la forte disparité des objectifs de cours reflète des écarts d'appréciation sur la croissance, la rentabilité et le niveau d'investissement futur de CDA.

### **Comparables boursiers**

L'expert a identifié 18 sociétés ayant une activité principale qu'il a considérée comme suffisamment comparable et dont il a observé les multiples induits par leur capitalisation boursière.

Ces 18 sociétés ont été réparties en trois groupes : parcs de loisirs, stations de ski et activité touristique.

Quel que soit le secteur concerné, l'expert constate que les ratios de valorisations « valeur d'entreprise/chiffre d'affaires » et « valeur d'entreprise/EBITDA » sont élevés par rapport à ceux de CDA.

---

<sup>5</sup> *Discounted cash flow*

## Comparables de transactions

L'expert a identifié deux catégories de transaction comparable : l'une relative aux parcs de loisirs (28 transactions) et l'autre relative à l'activité touristique de manière générale (34 transactions).

Les premières portent sur la période 2006-2022 et les secondes sur la période 2011-2023. L'expert constate que les niveaux de multiples restent stables sur la période.

L'application de ces multiples à la CDA conduit à des niveaux de valeur de l'action nettement plus élevés que le prix de 17 € retenu pour l'acquisition des titres auprès de SOFIVAL.

## Approche Discounted Cash Flow (DCF)

L'expert établit un plan d'affaires à l'horizon 2030 sur la base des données communiquées par la direction de CDA lors de la présentation des comptes du premier semestre 2023.

Ce plan d'affaires repose sur des prévisions prudentes en termes de croissance du chiffre d'affaires et d'augmentation des charges opérationnelles. Il repose également sur une projection de dépenses d'investissements soutenues jusqu'en 2025 puis sur un rythme de croissance de + 4%.

Sur la base de ces hypothèses, l'expert constate que le *free cash flow* progresse rapidement.

L'expert retient un taux de croissance à long terme du chiffre d'affaires de CDA de 1,5% qui correspond aux prévisions de croissance du PIB de la zone Euro établies par l'OCDE.

L'expert retient un coût du capital de 10,88 % qui conduit à un coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 8,53%. On peut noter que le coût du capital et le CMPC retenus par l'expert sont en ligne avec ceux retenus par les analystes boursiers qui utilisent la méthode DCF (par exemple Berenberg retient un CMPC de 8,6% conduisant à un objectif de cours de 25 €).

L'expert a enfin réalisé des simulations de cours de l'action CDA en fonction du niveau de réalisation du plan d'affaires et en fonction du niveau de CMPC. La valeur centrale de l'action CDA, pour un CMPC de 8,53% et un taux de réalisation du plan d'affaires de 100%, ressort à 23,2 €.

Avec un taux de réalisation du plan d'affaires de seulement 70%, le prix de l'action s'établit à 17,5€.

Enfin, ces travaux de valorisation ont été réalisés dans une optique purement financière, sans préjuger de la présence ou non d'un représentant de l'ANAT au conseil d'administration de la Compagnie des Alpes.

VI- Conformément au 2° de l'article R. 4211-7 du code général des collectivités territoriales, la Commission est amenée à se prononcer sur la valeur de la société Alpes du Nord Aménagement Touristique.

L'ANAT est un véhicule dont la vocation est, à ce stade, de rassembler la région, le département (au travers de la SSIT) et trois banques régionales pour assurer le portage de 5,59% des actions de CDA.

La valeur de l'ANAT repose donc entièrement sur celle des actions de CDA. Comme indiqué au paragraphe V supra, il convient de déterminer la valeur de l'ANAT sur la base de l'actif net réévalué en substituant au prix d'acquisition des titres CDA, leur « *valeur objective* ».

La Commission a examiné les différentes approches retenues par l'expert pour déterminer la valeur de CDA puis de l'ANAT.

**Les cours de bourse** font ressortir un niveau de l'action CDA sensiblement inférieur au prix de cession de 17 €.

CDA a en effet été sérieusement affecté par les conséquences de la pandémie de Covid-19. Elle a terminé deux exercices consécutifs en pertes (2019/2020 et 2020/2021).

Le cours de bourse, qui s'élevait à 21,4 € le 9 janvier 2020<sup>6</sup>, est tombé à 9,34 € le 16 mars 2020.

Avec la reprise économique qui a suivi la fin de la pandémie, le cours de bourse de CDA s'est redressé. Sur les six derniers mois il a évolué dans une fourchette comprise entre 12,16 € et 15,50 €.

Pour autant, les cours actuels ne semblent pas refléter suffisamment les perspectives de croissance de CDA. A cet égard, les **prévisions des quatre analystes boursiers** retenus par l'expert fournissent un éclairage intéressant sur le potentiel d'évolution du cours de bourse de CDA.

La Commission relève que les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette de cours comprise entre 17,5 € et 25 €, supérieure au prix de cession de 17 €.

Concernant **l'approche par les comparables boursiers**, la Commission constate la difficulté à trouver des sociétés suffisamment comparables. Aucune société cotée ne présente une composition de chiffre d'affaires proche de celle de CDA dans ses trois principaux domaines d'activité. Les sociétés de l'échantillon sont beaucoup plus spécialisées soit dans les domaines skiabiles, soit dans les parcs de loisirs, soit enfin dans l'exploitation de sites touristiques. En outre, la répartition géographique de ces sociétés porte surtout sur les Etats-Unis et l'Asie (Chine en particulier) dont le contexte et les perspectives économiques sont assez différents de ceux de l'Europe. Enfin, des différences marquées sont constatées en termes de taille de l'entreprise, qui doivent conduire à des corrections des multiples utilisés.

---

<sup>6</sup> Le cours le plus élevé a été atteint en janvier 2018 à 25,61 €.



Pour toutes ces raisons, la Commission considère que la méthode des comparables boursiers, qui conduit à des valeurs de l'action CDA beaucoup plus élevées que le prix de cession de 17 €, ne peut être retenue à titre principal.

Les observations faites supra sur les comparables boursiers valent également pour les **comparables de transactions** et conduisent à ne pas retenir cette approche à titre principal. Les valorisations de CDA induites par cette approche sont dans une fourchette de 31,1 € à 60,5 € par action.

Enfin, la **méthode DCF** permet d'obtenir une valorisation sur la base d'un plan d'affaires et de projections de *cash flow* qui se fonde sur l'analyse ad hoc des données et des potentialités de l'entreprise.

La Commission considère le plan d'affaires retenu par l'expert comme étant réaliste.

Elle constate que, même à des niveaux de réalisation du plan d'affaires significativement inférieurs à 100%, la valeur de l'action reste supérieure à 17 €.

Le risque climatique constitue un défi majeur pour l'exploitation des domaines skiables alpins, qui représente actuellement 47,5% du chiffre d'affaires de CDA. La société l'a d'ailleurs identifié comme étant l'un des quatre principaux risques auxquels elle est confrontée.

Pour y faire face, CDA a choisi des implantations situées à de hautes altitudes pour bénéficier de conditions d'enneigement favorables sur le long terme et a développé des programmes d'enneigement de culture et de gestion de la qualité de la neige.

En outre, pour assurer sa croissance à moyen et long terme, CDA s'oriente vers des projets de développement à fort potentiel de création de valeur. Il s'agit notamment d'accélérer le développement de parcs de loisirs ainsi que l'activité hébergement et de diversifier les activités dans les domaines de montagne.

La Commission constate que la valeur terminale représente une part significative de la valeur des fonds propres (de l'ordre de 50%). Elle s'est interrogée sur le taux de croissance à long terme qui a été retenu par l'expert (prévisions de l'OCDE et du FMI pour la zone euro à 1,5 %).

La Commission observe que CDA utilise un taux de croissance à long terme dans le cadre des tests de dépréciation qu'elle réalise périodiquement et qui sont décrits dans ses comptes annuels.

Ainsi, dans ses comptes consolidés 2021/2022, il est indiqué que « *Au-delà de la période de cinq ans du plan, la valeur terminale est calculée sur la base d'une rente à l'infini avec un taux moyen de croissance de l'activité entre 1,5 % et 2 % (ce dernier étant ajusté en fonction des évolutions propres de chaque entité et de leur positionnement). Ce taux de croissance est estimé raisonnable pour le secteur des loisirs à moyen et long terme.* »

Le rapport annuel souligne en outre que « *ces prévisions à long terme prennent en compte des investissements adressant les risques climatiques (notamment le niveau d'enneigement et la fragilisation du permafrost).* »

Les commissaires aux comptes de CDA soulignent dans leur rapport sur les comptes consolidés 2021/2022 que ces tests de dépréciation sont un point clé de leur audit. Dans ce cadre, ils vérifient notamment le « *caractère raisonnable des principales estimations retenues et appréciations réalisées, tant pour les parcs de loisirs que pour les domaines skiables : prévisions de flux de trésorerie, taux de croissance à long terme, et taux d'actualisation retenus.* »

Le taux de croissance à long terme de 1,5% retenu par l'expert se situe donc dans le bas de la fourchette utilisé par CDA pour ses tests de dépréciation.

Le choix du CMPC s'inscrit également dans cette approche prudente et les tests de sensibilité au niveau du chiffre d'affaires et au niveau du CMPC confortent également la perspective de maintenir une valeur de l'action supérieure au prix de cession dans les années à venir.

La Commission considère par ailleurs, comme l'expert, que la **méthode patrimoniale**, qui consiste à déterminer les capitaux propres de CDA à partir de ses comptes consolidés certifiés par les commissaires aux comptes, constitue une approche intéressante dans la mesure où elle rend compte du niveau d'investissement passé et de la santé financière du groupe, indépendamment de la rentabilité future et des perspectives de croissance de CDA.

Avec cette approche, la valeur unitaire de l'action ressort à 20,28 €, soit un montant sensiblement supérieur au prix de cession de 17 €.

Aux côtés de la région AURA, des investisseurs de premier plan (département de Savoie, Crédit Agricole des Savoie, Caisse d'Épargne Rhône-Alpes, Banque Populaire AURA) entrent directement ou indirectement dans le capital de l'ANAT au même prix de souscription que la région.

**Au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été communiqués, la Commission estime que la valeur des fonds propres de la société ANAT est correctement évaluée à 28,8 M€, soit le montant des apports en capital.**

Adopté le 2 octobre 2023 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Bérold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Mireille FAUGERE, Mme Paquita MORELLET-STEINER, et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE