

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2019 - A. - 6 du 18 novembre 2019

relatif à l'évaluation de La Française des Jeux

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 septembre 2019 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de la mise sur le marché d'une partie significative du capital de la société La Française des Jeux ;

Vu le code de la sécurité intérieure, en particulier ses articles L.322-8 et L.322-14 ;

Vu la loi n° 2010-476 du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne ;

Vu la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, et notamment ses articles 137 à 139 ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu l'ordonnance n° 2019-1015 du 2 octobre 2019 réformant la régulation des jeux d'argent et de hasard ;

Vu le décret n° 2019-1060 du 17 octobre 2019 relatif aux modalités d'application du contrôle étroit de l'Etat sur la société La Française des jeux, approuvant notamment le cahier des charges de la société La Française des jeux ;

Vu le décret n° 2019-1061 du 17 octobre 2019 relatif à l'encadrement de l'offre de jeux de La Française des jeux et du Pari mutuel urbain, abrogeant notamment les décrets n°78-1067 du 9 novembre 1978 et n°85-390 du 1er avril 1985 ;

Vu le décret n° 2019-1071 du 22 octobre 2019 relatif aux dispositifs de l'action spécifique et des offres réservées aux salariés prévus par les articles 31-1 et 31-2 de 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 le décret n° 2019-1105 du 30 octobre 2019 décidant le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société anonyme La Française des jeux ;

Vu l'arrêté du 30 octobre 2019 portant modification de l'arrêté du 9 mars 2006 fixant la répartition des sommes mises sur les jeux exploités par La Française des jeux ;

Vu l'arrêté du 6 novembre 2019 fixant les modalités de transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société La Française des jeux ;

Vu l'avis de la Commission des participations et des transferts n° 2019-A.C.-1 du 7 octobre 2019 relatif à la contrepartie financière due par La Française des Jeux en application de l'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019 ;

Vu la note de présentation de La Française des Jeux remise par la société en séance à la Commission le 13 septembre 2019 ;

Vu le rapport d'évaluation de La Française des Jeux transmis à la Commission le 15 octobre 2019 et établi par les banques conseils de l'Etat, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs et Société générale et ses mises à jour des 4 et 17 novembre 2019 ;

Vu le rapport d'évaluation de La Française des Jeux transmis à la Commission le 15 octobre 2019 et établi par la banque conseil de la société, Rothschild ;

Vu le document d'enregistrement de La Française des Jeux approuvé par l'Autorité des marchés financiers sous le n° I. 19- 035 du 17 octobre 2019 ;

Vu la note du cabinet Weil, conseil juridique de l'Etat, transmise à la Commission le 22 octobre 2019 ;

Vu la note de présentation remise par La Française des Jeux et son conseil Rothschild à la Commission en séance le 23 octobre 2019 ;

Vu les rapports de recherche des analystes financiers transmis à la Commission du 23 au 25 octobre 2019 par Cheuvreux Kepler, Citi, CM-CIC, Exane BNP Paribas, Goldman Sachs, HSBC, Odob BHF et Société générale ;

Vu la note complémentaire remise à la Commission en séance le 28 octobre 2019 par les banques conseils de l'Etat ;

Vu la lettre du président de la Commission au ministre chargé de l'économie en date du 4 novembre 2019 ;

Vu la note d'opération approuvée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°19-514 du 6 novembre 2019 ;

Vu la note de l'Agence des participations de l'Etat transmise à la Commission le 15 novembre 2019 ;

Vu les analyses de la demande remises le 18 novembre 2019 à la Commission par les banques teneuses de livre du placement ;

Vu les documents rendus publics par La Française des Jeux et en particulier :

- le communiqué de presse du 17 avril 2019 sur les résultats de l'exercice 2018 ;
- le rapport intégré 2018 ;
- le communiqué de presse du 25 juillet 2019 sur l'activité du premier semestre 2019 ;
- le communiqué du 7 octobre 2019 sur l'activité du troisième trimestre 2019 et les perspectives 2020 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 24 juillet 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, et M. Charles SARRAZIN ;

- le 9 septembre 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), et Mme Stéphanie PETARD, assisté de sa banque conseil, Lazard, représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director ;

- le 13 septembre 2019 successivement :

1- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, M. Charles SARRAZIN, M. Emmanuel BOSSIERE, M. Jérémie GUE, M. Aurélien RIVIERE et Mme Stéphanie PETARD, assisté

- de ses banques conseils

- . BNP Paribas représentée par MM. Christophe JALINOT et Igor DONNIO, Managing Directors, et Jean-Pascal TORTEL ;
- . Citi représentée par M. Olivier PASSIEUX, Director IB ;
- . Goldman Sachs représentée par Mme Anne BIZIEN, Managing Director ;
- . Lazard, représentée par M. Maxime NORDIN, banquier ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, Director ECM ;

- de son conseil juridique, le cabinet Weil, représenté par Maître Frédéric SALAT-BAROUX, avocat à la Cour ;

2- la société La Française des Jeux (FDJ) représentée par Mme Stéphane PALLEZ, présidente-directrice générale, M. Pascal CHAFFARD et M. Stéphane LABARRE, assistée de sa banque conseil, Rothschild, représentée par MM. Eric de LA CROIX VAUBOIS et Nicolas BONNAULT, associés-gérants, et Emmanuel GUILLEMET ;

- le 18 octobre 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), M. Emmanuel BOSSIERE, M. Jérémie GUE et Mme Stéphanie PETARD, assisté

- de ses banques conseils :

- . BNP Paribas, représentée par MM. Christophe JALINOT et Igor DONNIO, Managing Directors, et Jean-Pascal TORTEL ;
- . Citi représentée par M. Olivier PASSIEUX, Director IB ;
- . Goldman Sachs représentée par M. Camille LAURENS, Vice-President ;
- . Lazard représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, Director ECM ;

- de son conseil juridique, le cabinet Weil, représenté par Maître Marc LORDONNOIS, avocat à la Cour ;

- le 23 octobre 2019 successivement :

1- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), M. Emmanuel BOSSIERE, Mme Stéphanie PETARD et M. Aurélien RIVIERE, assisté

- de ses banques conseils :

- . BNP Paribas, représentée par MM. Christophe JALINOT et Igor DONNIO, Managing Directors, et Jean-Pascal TORTEL ;
- . Citi représentée par M. Olivier PASSIEUX, Director IB ;
- . Goldman Sachs représentée par M. Camille LAURENS, Vice-President ;
- . Lazard représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director ;
- . Société générale représentée par Mme Florence GREAU, Managing Director, et M. Damien IENTILE ;

- de son conseil juridique, le cabinet Weil, représenté par Maître Marc LORDONNOIS, avocat à la Cour ;

2- la société La Française des Jeux (FDJ) représentée par Mme Stéphane PALLEZ, présidente-directrice générale, M. Pascal CHAFFARD, directeur général adjoint finance, M. Pierre BROUSSEAU, Mme Nadia FAURE, M. Jean-Philippe HUBERT et M. Olivier de LAITRE, assistée de ses banques conseils :

- . Rothschild, représentée par MM. Nicolas BONNAULT et Eric de LA CROIX VAUBOIS, associés gérants, et Emmanuel GUILLEMET ;
- . Société générale (pour l'offre réservée aux salariés) représentée par M. Sébastien THANRY, directeur ;

- le 28 octobre 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Emmanuel BOSSIERE, chargé de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), Mme Stéphanie PETARD et M. Aurélien RIVIERE, assisté de ses banques conseils :

- . BNP Paribas, représentée par MM. Christophe JALINOT, Managing Director, et Jean-Pascal TORTEL ;
- . Citi représentée par M. Olivier PASSIEUX, Director IB ;
- . Goldman Sachs représentée par Mme Anne BIZIEN, Managing Director ;
- . Lazard représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, Managing Director ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, Director ECM ;

- le 4 novembre 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, M. Charles SARRAZIN, M. Emmanuel BOSSIERE, M. Jérémie GUE, Mme Claire VERNET-GARNIER, M. Aurélien RIVIERE et Mme Stéphanie PETARD, assisté de ses banques conseils

- . BNP Paribas représentée par MM. Christophe JALINOT et Igor DONNIO Managing Directors, et Jean-Pascal TORTEL ;
- . Citi représentée par MM. Olivier PASSIEUX, Director IB, et Stéphane BRIOUAL ;
- . Goldman Sachs représentée par Mme Anne BIZIEN, Managing Director ;

- . Lazard, représentée par M. Jonathan FIOL, directeur ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, Director ECM ;

- le 13 novembre 2019 :

- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Charles SARRAZIN, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat (APE), M. Emmanuel BOSSIERE, Mme Claire VERNET-GARNIER, M. Aurélien RIVIERE, Mme Stéphanie PETARD et Mme Marie-Anne LAVERGNE, assisté de ses banques conseils
- . BNP Paribas représentée par M. Christophe JALINOT et Mme Isabelle STOECKLI, Managing Directors ;
- . Citi représentée par M. Charaf BAQOUAH, Vice-President ECM ;
- . Goldman Sachs représentée par M. Camille LAURENS, Vice-President ;
- . Lazard, représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, associé-gérant ;
- . Société générale représentée par M. Damien IENTILE, Director ECM ;

- le 18 novembre 2019 successivement :

- 1- le ministre chargé de l'économie représenté par M. Martin VIAL, commissaire aux participations de l'Etat, directeur général de l'APE, Mme Elodie BOULCH, M. Emmanuel BOSSIERE, Mme Claire VERNET-GARNIER, M. Jérémie GUE, M. Aurélien RIVIERE et Mme Stéphanie PETARD, assisté de ses banques conseils
 - . BNP Paribas représentée par M. Igor DONNIO et Mme Isabelle STOECKLI, Managing Directors et M. Jean-Pascal TORTEL ;
 - . Citi représentée par Mme Maja TORUN, Managing Director ;
 - . Goldman Sachs représentée par M. Camille LAURENS, Vice-President ;
 - . Lazard, représentée par M. Charles-Henry GAULTIER, associé-gérant ;
 - . Société générale représentée par Mme Florence GREAU, Managing Director, et M. Damien IENTILE ;

- 2- le ministre chargé de l'économie et son conseil, Lazard, représentés comme ci-dessus ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 12 septembre 2019, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue de la mise sur le marché d'une partie significative du capital de la société La Française des Jeux.

Autorisé par l'article 137 III de la loi du 22 mai 2019 (« loi Pacte ») susvisée, le transfert au secteur privé de la majorité du capital de la société La Française des Jeux a été décidé par le décret du 30 octobre 2019 susvisé.

L'arrêté du 6 novembre 2019 susvisé a précisé que l'Etat se propose de céder un nombre maximum de 99 320 000 actions de la société qu'il détient, soit 52 % du capital. La participation de l'Etat, actuellement de 72%, serait ainsi réduite à 20 % en cas de cession du nombre maximal d'actions. L'Etat demeurerait le premier actionnaire de la société. Il exercera par ailleurs sur celle-ci le contrôle étroit prévu par l'article 137 I de la loi du 22 mai 2019 susvisée.

L'opération étant réalisée selon les procédures des marchés financiers, la Commission est saisie sur la base de l'article 26 I 1 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée. Par le présent avis, elle détermine la valeur de la société conformément à l'article 27 1 de ladite ordonnance.

II.- Les modalités de la cession sont détaillées dans la note d'opération susvisée qui a été approuvée par l'Autorité des marchés financiers le 6 novembre 2019.

L'opération comprend les éléments essentiels suivants :

a.- les actions cédées sur le marché font l'objet :

- d'une offre publique à prix ouvert (OPO) en France.

Les particuliers souscrivant à l'OPO bénéficieront d'une réduction de 2% sur le prix des actions. Sous certaines conditions, ils se verront remettre une action complémentaire gratuite pour dix actions acquises à condition qu'elles aient été conservées pendant dix-huit mois, dans la limite d'un achat initial d'une contre-valeur ne dépassant pas 5 000 euros.

Il est envisagé d'allouer à l'OPO entre 20% et 40% des actions cédées.

Les intermédiaires du réseau commercial de la société La Française des Jeux bénéficieront d'une priorité d'allocation et d'une limite de 7 500 euros pour la remise d'actions complémentaires ;

- d'un placement institutionnel, en France et sur le marché international, garanti par un syndicat bancaire (PGG).

Ce placement comprendra, selon l'usage du marché, une option de surallocation (*greenshoe*) au syndicat bancaire.

La note d'opération susvisée précise la durée du placement et des fourchettes de prix indicatives :

- le PGG a lieu du 7 au 20 novembre 2019 et la fourchette de prix indicative est entre 16,50 et 19,90 euros ;

- l'OPO a lieu du 7 au 19 novembre 2019 et la fourchette de prix indicative est entre 16,17 et 19,50 euros, compte-tenu de la réduction susmentionnée de 2%.

Les quantités et prix définitifs seront fixés par arrêté du ministre chargé de l'économie conformément à l'article 29 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée.

b.- une offre réservée aux salariés est proposée en application de l'article 6 du décret du 30 octobre 2019 susvisé, dans les conditions prévues à l'article 31-2 modifié de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée. Un volume maximal de 9 276 438 actions détenues par l'Etat sera ainsi cédé à la société La Française des Jeux au prix de l'OPO, à charge pour elle de les rétrocéder aux ayants-droit.

La Commission a eu communication des conditions de cette offre qui comprend trois formules avec blocage pendant cinq ans des titres acquis :

- une formule classique avec abondement mais sans réduction par rapport au prix OPO et sans plafond de souscription ;

- une formule classique avec plafond de souscription, abondement, réduction de 25% du prix par rapport au prix OPO ;

- une formule dite « à effet de levier » avec plafond de souscription, abondement, réduction de 25% du prix par rapport au prix OPO ; elle permet au souscripteur, dans la limite d'un apport personnel maximal de 700 €, de bénéficier du financement bancaire de 9 actions pour 1 payée par l'apport personnel.

La Commission constate que les conditions de cette offre réservée aux salariés sont conformes aux dispositions de l'article 31-2 modifié de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée ainsi qu'aux dispositions du code de commerce et du code du travail.

Comme dans les opérations précédentes sur lesquelles elle a été consultée, elle estime cependant que la formule « à effet de levier » n'est pas exempte de critique. Elle transforme en effet la nature de l'opération, qui vise à créer un véritable actionnariat salarié (avec l'octroi d'avantages importants), puisqu'elle propose en fait au souscripteur un titre assorti de l'assurance de recevoir au moins la totalité de son apport personnel au terme de cinq ans, un revenu garanti minimal ainsi qu'une partie de la plus-value éventuelle constatée.

La Commission relève toutefois que les avantages associés aux trois formules sont exclusivement à la charge de l'entreprise.

III.- La société La Française des Jeux (ou FDJ) est issue de la création en 1978 de la Société de la Loterie Nationale et du Loto National, société d'économie mixte, qui a pris son nom actuel en 1991.

Le capital de la FDJ est actuellement réparti comme suit :

- Etat : 72%,
- Union des Blessés de la Face et de la Tête (UBFT) : 9,2%,
- Salariés : 5%,
- Fédération Maginot : 4,2%,
- Confédération Nationale des Buralistes de France : 2%,
- Autres : 7,6% (dont la société IDSUD : 2,6%).

La société s'est vue confier successivement par l'Etat l'organisation et l'exploitation à titre exclusif des jeux suivants (ci-après dénommés « droits exclusifs ») :

- les jeux de loterie, y compris par voie de communications électroniques, en application de l'article 17 du décret du 9 novembre 1978 ;
- les jeux de pronostics sportifs, en application de l'article 18 du décret du 1er avril 1985.

La loi du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne a ouvert à la concurrence les paris sportifs en ligne, et restreint de ce fait les droits exclusifs détenus par la FDJ aux seuls paris sportifs effectués dans les réseaux physiques.

La loi du 22 mai 2019 susvisée (dite « loi PACTE ») a réformé le régime des jeux de hasard. Son article 137 définit les jeux dont l'exploitation est confiée à la FDJ :

« I.- L'exploitation des jeux de loterie commercialisés en réseau physique de distribution et en ligne ainsi que des jeux de pronostics sportifs commercialisés en réseau physique de distribution est confiée pour une durée limitée à une personne morale unique faisant l'objet d'un contrôle étroit de l'Etat.

II.- La société La Française des jeux est désignée comme la personne morale unique mentionnée au I du présent article à compter de la publication de la présente loi. »

L'article 15 de l'ordonnance du 2 octobre 2019 susvisée a fixé la durée limitée des droits exclusifs à 25 ans.

Plusieurs textes réglementaires ont été pris en application parmi lesquels :

- le décret n° 2019-1060 du 17 octobre 2019 susvisé a précisé les modalités d'application du contrôle étroit de l'Etat sur la FDJ et a approuvé le cahier des charges de la société ;
- le décret n° 2019-1061 du 17 octobre 2019 susvisé a refondu l'encadrement de l'offre de jeux de la FDJ et du Pari mutuel urbain ;
- l'arrêté du 30 octobre 2019 susvisé a redéfini la répartition des sommes mises sur les jeux exploités par la FDJ.

Une autre réforme importante apportée par la « loi Pacte » est la refonte du régime des prélèvements, taxes et contributions applicable aux jeux à compter du 1er janvier 2020 (article 138). La base des prélèvements, taxes et contributions est désormais centrée sur le produit brut des jeux de loterie et de pronostics sportifs sur tous supports (différence entre les sommes mises par les joueurs et les sommes à verser aux gagnants) et non plus les sommes engagées par les joueurs.

L'article 17 de l'ordonnance du 2 octobre 2019 dispose par ailleurs que la FDJ s'acquitte d'un versement à l'Etat en contrepartie de l'octroi des droits exclusifs et que son montant soit fixé sur avis conforme de la Commission. Par son avis susvisé du 7 octobre 2019 la Commission a évalué à 380 millions d'euros ce versement dont le montant est inclus dans le cahier des charges approuvé par le décret n° 2019-1060 du 17 octobre 2019 susvisé.

IV.- La FDJ est le principal opérateur de jeux d'argent et de hasard en France et la deuxième loterie en Europe. Au 30 juin 2019, le groupe compte 2 247 salariés (hors Sporting Group qui emploie 321 personnes).

La FDJ exerce à la fois les activités pour lesquelles elle est attributaire des droits exclusifs (loterie et jeux de paris sportifs commercialisés en réseau physique de distribution) et des activités ouvertes à la concurrence par la loi du 12 mai 2010 susvisée. L'activité de paris sportifs en ligne est exercée dans le cadre d'un agrément accordé par l'ARJEL et renouvelé en dernier lieu en 2015 pour une durée de cinq ans.

Le groupe développe également des activités de diversification en particulier en matière de services aux opérateurs de jeux à l'international. La FDJ est présente en Belgique, en Norvège et au Royaume-Uni, principalement pour la fourniture de services aux opérateurs de jeux, ainsi qu'en Chine (imprimerie de tickets). Le 30 mai 2019 a été finalisée l'acquisition de 100% du capital de Spynsol (Sporting Group) qui offre des services aux opérateurs de paris sportifs et opère également lui-même une plateforme de paris sportifs au Royaume-Uni.

Les données qui suivent sont exclusivement celles rendues publiques par la société, la Commission ayant disposé par ailleurs d'éléments analytiques complémentaires.

En 2018, les mises ont au total atteint le montant de 15,8 milliards d'euros (en hausse de 4,4% par rapport à 2017). Elles se sont réparties par gamme de jeux comme suit :

- jeux de grattage (jeux « illiko » : Morpion, Banco, ...) : 7,7 milliards (soit 49%) ;
- jeux de tirage (Loto, Euromillions, Keno) : 5,1 milliards (32%) ;
- paris sportifs : 3 milliards (19%).

L'année a été caractérisée par la forte hausse des paris sportifs, la progression des jeux de grattage et le léger recul des jeux de loterie.

Avec un taux de retour aux joueurs de 67,6% (en hausse de 0,8 point), soit des gains des joueurs de 10,7 milliards d'euros, le « produit brut des jeux » s'est élevé à 5,12 milliards (+1,9%).

Après prélèvements publics à hauteur de 3,35 milliards, le « revenu net des jeux » pour la FDJ s'est élevé à 1,77 milliard (+2,7%).

En ajoutant à ce montant les produits des autres activités, le chiffre d'affaires de l'exercice 2018 a été de 1,80 milliard, en hausse de 2,3% par rapport à 2017.

La FDJ a réalisé en 2018 un EBITDA (excédent brut d'exploitation) de 315 millions d'euros, stable par rapport à 2017 du fait en particulier de l'augmentation de la rémunération des détaillants. Le résultat net est de 170 millions, en baisse de 5,8%, le résultat financier ayant été impacté par l'évolution défavorable des marchés en fin d'année.

Au 31 décembre 2018, la FDJ présente des capitaux propres de 564 millions d'euros et un excédent net de trésorerie de 574 millions (après prise en compte du fonds joueurs à restituer à l'Etat).

Au titre des trois derniers exercices, le dividende a été fixé respectivement à 124 millions, 130 millions et 122 millions.

Sur une période de plus long terme, entre 2010 et 2018, la FDJ indique que les mises ont augmenté de 5,2% par an en moyenne, le chiffre d'affaires de 4,8% et l'EBITDA de 8,9%. La marge sur EBITDA s'est élevée à 13% en 2010, 16,1% en 2014 et 17,7% en 2018

V.- Au cours du premier semestre 2019, la dynamique de croissance s'est accentuée, se traduisant, par rapport au premier semestre 2018, par une progression des mises (+ 7%) et du chiffre d'affaires qui atteint 744 millions d'euros (+ 5,2%).

Toutes les gammes de jeux ont progressé, spécialement les paris sportifs (+15%), mais aussi les jeux de grattage (+7,6%) et les jeux de tirage (+1,6%). Les mises numérisées (jeux en ligne et mises dématérialisées en point de vente) ont fortement progressé (+40%). Les mises dans le réseau physique ont augmenté de 5,7%.

L'EBITDA s'élève à 177 millions (+ 7,9% par rapport à la même période 2018). Le résultat opérationnel est en baisse de 9,2% en raison d'éléments non récurrents (une plus-value de cession réalisée en 2018 et la charge de l'acquisition de Sporting Group en 2019). Le résultat net consolidé s'établit à 95,9 millions d'euros, en hausse par rapport au premier semestre 2018 (94,8 millions).

Au 30 juin 2019, les capitaux propres s'élèvent à 536,2 millions d'euros et l'excédent net de trésorerie est de 70 millions d'euros (après prise en compte du versement à effectuer à l'Etat au titre des droits exclusifs).

La FDJ a également communiqué sur l'évolution de son activité à fin septembre 2019. Les mises ont poursuivi leur croissance et sur neuf mois atteignent 12,54 milliards d'euros

(+8% par rapport à la même période de 2018. Le chiffre d'affaires ressort à 1,42 milliard d'euros, en hausse de 7%.

VI.- La FDJ a rendu publiques ses prévisions pour l'exercice 2019. Les principaux éléments en sont les suivants :

- les mises atteindraient environ 16,9 milliards d'euros, soit une hausse de plus de 7% par rapport à 2018, portée par les paris sportifs et la loterie ;
- le chiffre d'affaires atteindrait environ 1,9 milliard, et 2 milliards sur une base retraitée (nouveau cadre fiscal en 2020 et intégration de Sporting Group) ;
- l'EBITDA devrait s'élever à environ 325 millions et sur une base retraitée 375 millions ;
- les investissements se monteraient à 90 millions, en ligne avec le niveau des investissements en 2018 ;
- FDJ proposerait la distribution d'un dividende de 122 millions d'euros au titre de l'exercice 2019, en ligne avec celui distribué au titre de l'exercice 2018.

La FDJ a également communiqué ses prévisions pour l'exercice 2020. Les principaux éléments en sont les suivants :

- augmentation des mises de 4% à 5% par rapport à 2019, avec pour ambition de se situer dans le haut de la fourchette, avec l'apport notamment de l'évènement EURO 2020 sur les paris sportifs ;
- progression du chiffre d'affaires consolidé d'environ 5% par rapport à 2019 sur une base comparable (c'est-à-dire en tenant compte du nouvel environnement réglementaire et fiscal et de la comptabilisation en 2019 d'une année pleine de Sporting Group) ;
- maintien du taux de marge d'EBITDA en ligne avec celui de 2019.

VII.- La FDJ a rendu public son plan stratégique pour la période 2020-2025 qui prend en compte notamment la modification du cadre réglementaire, fiscal et financier.

La FDJ indique ainsi souhaiter poursuivre la croissance de ses activités de loterie, accélérer ses activités de paris sportifs et développer ses activités adjacentes. L'entreprise précise que ses ambitions seront poursuivies au travers de trois initiatives transverses : le développement et l'enrichissement de la relation clients, la poursuite de la modernisation et de la diversification de son modèle de distribution et la différenciation de la politique de jeu responsable.

La FDJ définit en conséquence six axes stratégiques :

- poursuivre la dynamique de la loterie en renforçant la relation clients, et en accélérant la numérisation des usages ;
- accélérer la conquête de parts de marché sur les paris sportifs en ligne tout en maintenant une dynamique de croissance sur les paris sportifs en points de vente ;
- renforcer la résilience du modèle économique du groupe en développant des activités adjacentes qui s'appuient sur les actifs et les savoir-faire de la FDJ : offre de nouveaux services en points de vente, de services aux opérateurs de jeux à l'international, divertissement ;
- développer et enrichir la relation clients notamment grâce à une meilleure identification de ceux-ci ;
- poursuivre la modernisation de son réseau de distribution et la transformation de son modèle commercial (redynamisation de son réseau bar-tabac-presse, diversification)

- renforcer la politique de jeu responsable selon une approche différenciée et proportionnée en fonction du comportement des clients pour continuer à en faire un levier de performance globale.

Du point de vue financier, la mise en œuvre de ce plan stratégique se traduirait sur la période 2020-2025 par les objectifs suivants :

- un taux de croissance annuel moyen des mises compris entre 3% et 4%, avec pour ambition de se situer dans le haut de la fourchette ;
- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires compris entre 3% et 4%, avec pour ambition de se situer dans le haut de la fourchette, les paris sportifs progressant plus vite que la loterie et les activités adjacentes contribuant à soutenir la croissance ;
- à horizon 2025, une marge d'EBITDA hors croissance externe supérieure à 20%, portée notamment par l'accélération de la numérisation des usages, l'amélioration du levier opérationnel et le pilotage de la base de coûts ainsi que la poursuite de sa rationalisation. Cet objectif intègre les investissements nécessaires dans l'identification des joueurs et la possible nécessité d'augmenter le taux de retour aux joueurs en matière de paris sportifs afin de permettre au groupe de maintenir une offre compétitive ;
- un montant d'investissements cumulé d'environ 600 millions d'euros pour financer la maintenance des actifs du groupe et le développement des activités, hors croissance externe ;
- un ratio d'endettement financier qui n'excède pas 2 sur toute la période, y compris croissance externe. La FDJ a l'intention de concentrer sa stratégie sur ses activités principales et pour ses activités adjacentes d'adopter une approche ciblée avec pour objectif d'ajouter des compétences lui permettant de renforcer sa légitimité et son expertise et d'accélérer la croissance de ces activités ;
- une distribution de dividendes représentant 80% de son résultat net consolidé.

VIII.- Pour l'évaluation de la FDJ, la Commission a disposé du rapport des banques conseils de l'Etat et de l'entreprise.

a.- Le rapport des banques conseils de l'Etat a été établi par BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs et Société générale. Les banques conseils ont eu recours à trois approches d'évaluation :

- l'application des multiples boursiers : les banques retiennent pour les droits exclusifs la société grecque OPAP qu'elles jugent le comparable le plus pertinent et un ensemble d'opérateurs de paris en ligne, majoritairement britanniques, pour les paris sportifs.

Quatre méthodes sont appliquées sur la base des agrégats 2020 et 2021 :

- . le multiple valeur d'entreprise sur EBITDA (*EV/EBITDA*),
- . le multiple capitalisation sur bénéfices (*PER*),
- . le multiple cash flow libre par action sur cours de l'action (*Free cash flow yield*),
- . le multiple dividende par action sur cours de l'action (*Dividend yield*) ;

- l'actualisation des dividendes futurs (*DDM*) : les dividendes futurs sont évalués sur la base des plans d'affaires relatifs aux activités sous droits exclusifs et hors droits exclusifs. Une valeur terminale des activités hors droits exclusifs est calculée avec l'hypothèse d'une croissance à l'infini de 1% ;

- l'actualisation des flux (*DCF*) : pour la détermination des flux, les banques ont utilisé comme référence le plan d'affaires établi par la FDJ. Celui-ci comprend pour la période 2020-2025 le plan stratégique de l'entreprise puis une extrapolation sur la période 2026-2044 sur la base

d'hypothèses d'évolution du marché des jeux d'argent. Il a été distingué dans ce plan les activités sous droits exclusifs des activités en concurrence. Il n'est pas retenu de valeur terminale pour les premières à l'issue des 25 ans d'exploitation en 2025 alors qu'une valeur terminale est calculée pour les secondes en 2044. Les flux sont actualisés au coût moyen du capital : un taux différent est utilisé pour les activités sous droits exclusifs (7%) et les activités hors droits exclusifs (10,12%). Une sensibilité de l'évaluation à la variation des principaux paramètres est présentée.

Dans les méthodes d'évaluation qui déterminent la valeur d'entreprise de la FDJ, la valeur des capitaux propres est obtenue en tenant compte de la dette financière nette et des éléments assimilables. Les banques précisent le montant final qu'elles prennent en compte dans la mise à jour de leur rapport.

Les banques conseils examinent la pertinence des différentes méthodes dans le cas d'espèce. Elles estiment que l'évaluation par application des multiples boursiers constitue la méthode de référence, car elle permet d'estimer la valeur d'une participation non contrôlante dans une société, ce qui est le cas d'une introduction en bourse.

Sur la base de l'ensemble de ces méthodes, les banques conseils présentent une fourchette d'évaluation de la FDJ entre 2,8 et 3,7 milliards d'euros.

b.- La Commission a également eu communication par La Française des Jeux du rapport d'évaluation établi par Rothschild, sa banque conseil.

La banque conseil de l'entreprise a recours aux trois mêmes approches que les conseils de l'Etat :

- l'application des multiples boursiers : la banque se base sur trois groupes de sociétés comparables, un opérateur de loterie (OPAP), des opérateurs de jeux en ligne et des opérateurs européens de concessions.

Quatre méthodes sont appliquées sur la base des agrégats 2020 (ou 2019 pour *Dividend yield*):

- . le multiple valeur d'entreprise sur EBITDA (EV/EBITDA),
- . le multiple capitalisation sur bénéfices (PER),
- . le multiple cash flow libre par action sur cours de l'action (*Free cash flow yield*),
- . le multiple dividende par action sur cours de l'action (*Dividend yield*) ;

- l'actualisation des flux (DCF) : les flux sont déterminés sur la base du plan d'affaires de l'entreprise 2020-2044 en distinguant les activités sous droits exclusifs et celles en concurrence. Un taux d'actualisation différent est appliqué aux différents secteurs : droits exclusifs (6,5%), paris sportifs en ligne (8,6%), activités adjacentes (14% incluant une prime de taille).

- l'actualisation des dividendes futurs (DDM) : les flux sont déterminés sur la base du plan d'affaires.

La banque conseil estime également que l'évaluation par application des multiples boursiers constitue en l'espèce la méthode de référence.

Sur la base de l'ensemble de ces méthodes, la banque conseil de l'entreprise présente une fourchette d'évaluation entre 2,6 et 3,4 milliards d'euros.

IX.- Conformément à la loi (article 27 I de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée), la Commission a procédé à l'évaluation de la FDJ en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les éléments boursiers, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir. Elle a tenu compte des conditions de marché à la date de l'opération.

La Commission a étudié les rapports des banques conseils et les différentes méthodes développées par ceux-ci.

Elle estime que l'évaluation par application des multiples boursiers souffre de la prise en compte, pour l'activité principale que constitue la loterie, d'un seul comparable, l'opérateur grec OPAP. D'autres comparables doivent être également considérés comme l'opérateur australien Tabcorp ou le groupe international IGT. Toutefois, aucun d'entre eux, pas plus qu'OPAP dont les banques mentionnent à juste titre les différences avec la FDJ notamment en termes de durée d'autorisation et de contexte économique, n'est comparable de façon tout à fait satisfaisante avec la FDJ, ce qui conduit à ne pas privilégier excessivement en l'espèce la méthode des comparables, même étendue à un échantillon plus large.

Le résultat de la méthode de l'actualisation des flux de dividendes (DDM) est affecté pour sa part par des caractéristiques propres à la FDJ : la génération de trésorerie y est structurellement plus élevée que les bénéfices et la distribution historiquement élevée de ces derniers ne permet pas la constitution de réserves distribuables significatives.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) reste l'approche la plus significative de la valeur intrinsèque. La Commission retient, pour l'essentiel, la méthodologie et les méthodes de calcul présentées dans les rapports des banques conseils. Elle estime toutefois que ne retenir, pour l'activité des droits exclusifs, aucune valeur terminale en 2025 ne tient pas compte du contexte de l'entreprise, de sa maîtrise technologique et de son expérience.

La Commission a eu connaissance des rapports d'étude d'analystes financiers. Leur examen conforte largement les observations qui précèdent. En particulier, ils privilégient pour la plupart la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie et intègrent souvent une valeur terminale des droits exclusifs. Le calcul de la dette nette qu'ils retiennent est en ligne avec celui de la mise à jour du rapport des banques conseils. Au total, les projections des analystes convergent vers une valeur à terme aux environs de 4 milliards d'euros.

La Commission a étudié les atouts de la FDJ ainsi que les enjeux qui se présentent à elle. Sur la base des propres analyses de l'entreprise dans son document d'enregistrement susvisé et des commentaires et appréciations tant des analystes que des investisseurs rencontrés par l'entreprise ou les banques, le tableau suivant peut en être fait.

Les enjeux concernent les principaux points suivants :

- FDJ doit maintenir l'attractivité de la loterie et faire face à la concurrence très vive dans le secteur des paris sportifs en ligne qui est un des axes de son développement en raison de son caractère porteur. Son succès dépendra de sa capacité à maintenir son niveau de compétitivité grâce à l'innovation, au recrutement et à la fidélisation de sa clientèle, spécialement dans les nouvelles générations et, le cas échéant, grâce à la croissance externe ;
- FDJ doit maintenir une couverture satisfaisante de son réseau de distribution physique dans un contexte économique qui n'est pas favorable à certains détaillants de son réseau traditionnel ;

- FDJ, comme les autres acteurs du secteur, doit rester vigilant sur le jeu excessif, alors que des mesures qui restreindraient l'activité des jeux, notamment les possibilités publicitaires, s'observent déjà dans certains pays ;
- certains analystes et investisseurs s'interrogent sur d'éventuelles évolutions des réglementations et sur la situation, en matière de droits exclusifs, à l'issue de la période de 25 ans pendant laquelle leur exploitation est confiée à la FDJ ;
- l'importance de la sécurité de la technologie est également mentionnée.

Les atouts de l'entreprise sont quant à eux unanimement reconnus :

- FDJ est un leader dans le marché résilient et en croissance des jeux d'argent et dispose d'une longue expérience historique ;
- l'entreprise exerce désormais les activités pour lesquelles lui sont confiés les droits exclusifs (loterie et paris sportifs effectués dans les réseaux physiques) dans un cadre juridique sécurisé tandis que le cadre fiscal et des prélèvements a été fixé dans la loi ;
- elle a développé une gamme de jeux diversifiée et innovante, en constante évolution ;
- elle dispose d'une infrastructure technologique robuste et étend rapidement la numérisation de son offre ;
- elle bénéficie d'une large base de clientèle qu'elle vise à mieux connaître et fidéliser ;
- elle dispose d'un réseau de distribution très étendu assurant une couverture exceptionnelle du territoire et veille à sa pérennisation ;
- FDJ présente un modèle économique solide, ayant démontré sa capacité de générer une croissance rentable sur le long terme, résilient aux cycles économiques, générant des cash-flows et une distribution de dividendes élevés et pérennes.

Au total, la Française des Jeux est une entreprise de premier plan avec un horizon d'activité sécurisé sur la durée des droits exclusifs et une perspective bénéficiaire reconnus par les investisseurs, ce qui lui confère un caractère de valeur de rendement.

La Commission relève que l'introduction en bourse de la FDJ se déroule dans un contexte de marché globalement favorable. L'indice CAC 40 a progressé en un an de 18% et sur trois mois de 13,5 % ; il continue à être bien orienté sur les derniers jours. L'indice sectoriel Stoxx 600 voyages et loisirs a pour sa part augmenté de 7% sur les derniers trois mois. Au niveau international, l'indice Dow Jones a progressé sur un an de 10% et sur trois mois de 9%.

La Commission a eu connaissance de l'état des souscriptions à ce jour, à travers le livre d'ordres du placement global garanti et les réservations des particuliers. Il confirme l'intérêt des investisseurs et la qualité de la valeur.

X.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, la Commission estime que la valeur de La Française des Jeux ne saurait être inférieure à 18,8 euros par action soit globalement à environ 3,6 milliards d'euros pour 191 000 000 d'actions composant le capital social.

En application de l'article 29 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission fixe à quarante-cinq jours la durée de validité de son avis.

Adopté dans la séance du 18 novembre 2019 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Paquita MORELLET-STEINER, Mme Anne PERROT, M. Yvon RAAK et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER