

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIÉTÉ
MONTAGNE & NEIGE DEVELOPPEMENT (« MND »)



EN REPONSE
A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE MND

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ
L&M Infra S.à.r.l (« L&M Infra »)



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat (l' « **Offre** »), apposé le visa n°24-222 en date du 13 juin 2024 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Montagne et Neige Développement (« **MND** » ou la « **Société** ») et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I. du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

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

La Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de MND (www.mnd.com) et peut être obtenue sans frais auprès de MND (Parc d'Activités Alpespace - 74, voie Magellan, 73800 SAINTE-HELENE-DU-LAC).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de MND seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLES DES MATIÈRES

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre.....	4
1.2 Rappel du contexte et des motifs de l'Offre	4
1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	5
1.3.1 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre	5
1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre Publique de Retrait.....	6
1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait.....	7
1.3.4 Modalités du Retrait Obligatoire	7
1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.3.6 Calendrier indicatif de l'Offre	9
2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MND	10
2.1 Composition du Conseil d'administration	10
2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration relatives à l'Offre	10
2.3 Avis motivé du Conseil d'administration.....	11
3 INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL	17
4 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MND	17
5 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	17
6 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	18
7 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	18
7.1 Structure du capital de MND	18
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	18
7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce	19
7.4 Liste des détenteurs de tout titre MND comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	19
7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	20
7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	20
7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	20
7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	21
7.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	28

7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	28
8	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	29
9	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR .	29
10	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE.....	29
	ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	30

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), la société L&M Infra, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social situé au 11-13, Boulevard de la Foire, L-1528 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 275.896 représentée par Monsieur Stefan Corthouts (« **L&M Infra** » ou l'« **Initiateur** ») s'est irrévocablement engagé à offrir à l'ensemble des actionnaires de la société Montagne & Neige Développement, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 70.840.049 euros, dont le siège social est Parc d'Activités Alpespace - 74, voie Magellan, 73800 SAINTE-HELENE-DU-LAC, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Chambéry sous le numéro 454 083 379 (« **MND** » ou la « **Société** » et, ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe MND** » ou le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** »), au prix unitaire de 0,90 euro par Action (le « **Prix de l'Offre** »)¹ dans le cadre d'une offre publique de retrait (« **Offre Publique de Retrait** »), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, et avec l'Offre Publique de Retrait, (l' « **Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le Code ISIN FR00140050Q2, (mnémonique : ALMND).

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (la « **Banque Présentatrice** »), a déposé auprès de l'AMF, pour le compte de l'Initiateur, le 6 mai 2024 un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »), et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 2 de la Note d'Information.

1.2 Rappel du contexte et des motifs de l'Offre

Présent aujourd'hui dans près de cinquante pays, MND est un groupe industriel français spécialiste de la mobilité par câble, des systèmes d'enneigement, de la sécurité en montagne et des infrastructures de loisirs à sensations.

Au terme des opérations de restructuration financière et capitalistiques réalisées en mars 2023, le capital social et les droits de vote de la société MND étaient détenus à hauteur de 97,84 % par les sociétés Cheyne European Strategic Value Credit Fund (« **Cheyne** ») et Cheydemont, en agissant de concert avec Xavier Gallot-Lavallée et Montagne & Vallée.

Cheyne, Cheydemont et Xavier Gallot-Lavallée, via Montagne & Vallée et Cheydemont, sont convenus de transférer leurs titres MND au profit d'une société commune ad hoc dénommée L&M Infra.

Les opérations précitées ont fait l'objet de déclarations de franchissement de seuil à l'AMF reprises par un avis publié par l'AMF le 21 juin 2023 sous le numéro 223C0933 et rappelées à la Section 1.2.3 de la Note d'Information ainsi qu'à la Section 7.3 de la Note en Réponse.

A la date de la présente Note en Réponse, L&M Infra détient 69 290 861 actions représentant 97,81% du capital et des droits de vote théoriques de la Société étant précisé que l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'Actions de la Société au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'Offre.

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de simplification de la structure capitalistique de MND par l'acquisition du solde du capital de la Société non détenu à ce jour par l'Initiateur.

L'Offre vise également à réduire les coûts induits par la cotation de la Société et à simplifier son fonctionnement opérationnel en mettant fin à l'application des dispositions législatives et réglementaires auxquelles sont assujetties les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé.

Par ailleurs, la cotation présente peu d'utilité pour la Société. La Société et plus généralement le Groupe ont depuis plusieurs années financé leur développement sans avoir recours aux marchés de capitaux, dont l'accès est de plus en plus difficile pour les *small* et *mid caps*. Les besoins de la Société et du Groupe sont couverts depuis plus de 12 mois par des prêts consentis par l'Initiateur, prêts convertis au capital ou appelés à l'être.

Détenant plus de 97% du capital et des droits de vote de la Société, l'initiateur a déposé après de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait qui sera suivi d'un Retrait Obligatoire dès la clôture de l'Offre Publique de Retrait dans la mesure où les conditions d'application dudit retrait sont d'ores et déjà réunies.

Enfin, l'Offre présente une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour les actionnaires minoritaires.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient directement et indirectement 69.290.861 actions représentant 97,81% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 70.840.049 actions représentant 70.841.100 droits de vote théoriques de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait vise la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, déduction faite des 5.280 actions auto-détenues par la Société, assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9-I, 2° du Code de commerce, soit à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 1.543.908 actions de la Société, représentant 2,18% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

A la date de la présente Note en Réponse, la Société a procédé à l'attribution de 2.124.580 actions gratuites de la Société qui sont susceptibles d'être acquises à raison de plans d'attribution d'actions gratuites dont les périodes d'acquisition n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre (les « **AGA2023** »). Ces actions gratuites ne sont par conséquent pas visées par l'Offre.

Le 10 mai 2023 la Société a attribué 1.699.664 actions gratuites (les « **AGA2023** ») au profit de salariés de la Société au terme de deux plans d'attribution gratuite d'action, à savoir :

- Un premier plan d'attribution gratuite d'actions portant attribution de 849.832 actions

gratuites réservée à une liste de salariés de la Société (le « **Plan AGA2023 n°1** »), dont la période d'acquisition expire le 9 novembre 2024 à minuit.

- Un second plan d'attribution gratuite d'actions portant attribution de 849.832 actions gratuites réservée à une liste de salariés de la Société (le « **Plan AGA2023 n°2** »), dont la période d'acquisition expire le 9 novembre 2025 à minuit.

Par ailleurs, le 27 octobre 2023, la Société a attribué deux plans d'attribution gratuite d'actions au profit d'un salarié à savoir :

- Un premier plan d'attribution gratuite d'actions portant attribution de 212.458 actions gratuites (le « **Plan AGA2023 n°3** »), dont la période d'acquisition expire le 9 novembre 2024 à minuit.
- Un second plan d'attribution gratuite d'actions portant attribution de 212.458 actions gratuites de la Société (le « **Plan AGA2023 n°4** »), dont la période d'acquisition expire le 9 novembre 2025 à minuit.

Une description détaillée de ces AGA2023 et de leurs caractéristiques d'attribution figure en Annexe 4 du rapport annuel de l'exercice clos le 30 juin 2023 publié en date du 6 décembre 2023.

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les Actions et AGA2023.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des dispositions des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 0,90 euro par Action, nette de frais.

1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre Publique de Retrait

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 6 mai 2024 le projet d'Offre. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 6 mai 2024.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la Note en Réponse.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles

231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, en application de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de MND la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix de l'Offre, soit 0,90€ par Action.

Les Actions de la Société apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées à l'Offre Publique de Retrait qui ne répondraient pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait, devront, en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté, délivrer un ordre d'apport irrévocable à l'Offre Publique de Retrait de leurs Actions à leur intermédiaire financier. Les actionnaires de la Société peuvent se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour s'assurer des modalités d'apport et des délais pour participer à l'Offre.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée par des achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution.

Gilbert Dupont, prestataire de services d'investissement habilité en tant membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par Gilbert Dupont aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L.211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

1.3.4 Modalités du Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions de la Société non détenues par l'Initiateur, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 0,90 euro par Action de la Société.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées à la Section 2.6 de la Note d'Information.

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion de la présente Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni la présente Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession de la présente Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Action ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui

n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La présente Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

1.3.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
6 mai 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
30 mai 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mnd.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
13 juin 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Décision de conformité de l'Offre de l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et visa de la note en réponse de la Société
14 juin 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mnd.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
14 juin 2024	<ul style="list-style-type: none"> - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.

- Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
- 17 juin 2024** - Ouverture de l'Offre Publique de Retrait.
- 28 juin 2024** - Clôture de l'Offre Publique de Retrait.
- 1 juillet 2024** - Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait.
- 15 juillet (au plus tôt)** - Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Growth

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MND

2.1 Composition du Conseil d'administration

A la date de la présente Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de la manière suivante :

Identité	Mandat
Xavier GALLOT-LAVALLEE	Président du Conseil d'administration Directeur-Général
Franck LAVAL	Administrateur
Thierry Miremont	Administrateur
Frédérique JOSSINET	Administrateur indépendant
Reynald SEZNEC	Administrateur indépendant

2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration relatives à l'Offre

Lors de sa réunion en date du 28 mars 2024, le Conseil d'administration a, conformément au Règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernance, mis en place en son sein un comité ad hoc (le « **Comité** »), ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, de proposer au Conseil d'administration la nomination d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Le Comité est composé depuis sa constitution de trois membres : Madame Frédérique JOSSINET, administratrice indépendante, de Monsieur Reynald SEZNEC, administrateur indépendant, et de Monsieur Xavier GALLOT-LAVALLEE, administrateur et *Président Directeur Général*.

Ce Comité comporte ainsi, conformément au III de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, une majorité de membres indépendants, soit deux membres sur trois, à savoir Madame Frédérique JOSSINET et Monsieur Reynald SEZNEC.

L'analyse de leur indépendance a été réalisée conformément à la recommandation R3 « Composition du Conseil, Présence de membres indépendants » du Code de gouvernance Middledent et s'est ainsi faite

à travers les cinq critères définis par ladite recommandation, qui permettent de présumer l'indépendance des membres du Conseil, à savoir :

- ne pas être salarié ni mandataire social dirigeant de la société ou d'une société de son groupe et ne pas l'avoir été au cours des cinq dernières années ;
- ne pas avoir été, au cours des deux dernières années, et ne pas être en relation d'affaires significative avec la société ou son groupe (client, fournisseur, concurrent, prestataire, créancier, banquier) ;
- ne pas être actionnaire de référence de la société ou détenir un pourcentage de vote significatif ;
- ne pas avoir de lien de proximité ou de lien familial proche avec un mandataire social ou un actionnaire de référence ;
- ne pas avoir été, au cours des six dernières années, commissaire aux comptes de la société ;

Cette analyse de l'indépendance de Madame Frédérique JOSSINET et de Monsieur Reynald SEZNEC a été menée tant à l'égard de la Société qu'à l'égard de l'Initiateur.

Le Conseil d'administration s'est ensuite réuni en date du 3 avril 2024, et a décidé, sur recommandation du Comité et en application des dispositions des articles 261-1, I et II du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, de désigner le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Les membres de l'équipe dirigeante de la Société et du Comité ont pu échanger avec l'Expert Indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Le détail de ces échanges figure dans le rapport de l'Expert Indépendant intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

2.3 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 29 mai 2024, sur convocation faite conformément aux statuts du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société.

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

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Xavier GALLOT-LAVALLEE, en sa qualité de Président du Conseil d'administration.

L'avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration lors de sa réunion du 29 mai 2024. Aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres du Conseil d'administration.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

« *Le Président rappelle la constitution et les travaux menés par le comité ad hoc :*

- Constitution du comité ad hoc :

*Lors de sa réunion en date du 28 mars 2024, le Conseil d'administration a, conformément au règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernance, mis en place en son sein un comité ad hoc (le « **Comité** »), ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, de proposer au Conseil*

d'administration la nomination d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Le Comité est composé depuis sa constitution de trois membres : Madame Frédérique JOSSINET, administratrice indépendante, de Monsieur Reynald SEZNEC, administrateur indépendant, et de Monsieur Xavier GALLOT-LAVALLEE, administrateur et Président Directeur Général.

o *Désignation de l'expert indépendant*

Dès sa constitution, le Comité s'est réuni à l'effet d'opérer une première sélection de cabinets susceptibles d'intervenir pour cette mission d'expertise indépendante conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF et d'examiner leurs offres de services.

*Ainsi, lors de sa réunion en date du 3 avril 2024, le Conseil d'administration a décidé, sur recommandation du Comité et en application des dispositions des articles 261-1, I et II du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, de désigner le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).*

o *Travaux du Comité et suivi des travaux de l'Expert Indépendant*

*Depuis sa constitution, le Comité a eu l'opportunité d'avoir des échanges formels et informels pour les besoins de sa mission. Les membres de l'équipe dirigeante de la Société (le « **Management** ») et du Comité ont pu échanger avec l'Expert Indépendant et le conseil juridique de la Société.*

L'Expert Indépendant a, quant à lui, été informé du projet d'Offre le 20 mars 2024. A la suite de sa nomination intervenue le 3 avril 2024, l'Expert Indépendant a débuté ses travaux le 8 avril 2024 et les a achevés le 29 mai 2024, date à laquelle il a remis la version définitive de son rapport.

Plus spécifiquement, l'Expert Indépendant, le Comité, la Banque Présentatrice et le Management de la Société ont interagi de la façon suivante :

- *Le 3 avril 2024 : Mise en place par le Management d'une Data Room électronique et alimentation d'une liste initiale de pièces suite aux demandes de la Banque Présentatrice ; Confirmation à l'Expert Indépendant de sa désignation par le Conseil d'administration intervenue le même jour ;*
- *A compter du 8 avril 2024 : Alimentation au fil de l'eau par le Management de la Data Room électronique suivant les demandes formulées ;*
- *Le 10 avril 2024 : Confirmation par l'Expert Indépendant de son accès à la Data Room électronique et de la réception des documents ; Echanges relatifs à la transmission d'un plan d'affaires révisé entre l'Expert Indépendant, le Management et la Banque Présentatrice ;*
- *Le 11 avril 2024 : Echanges relatifs aux litiges de la Société en cours entre l'Expert Indépendant et le Management ;*
- *Le 18 avril 2024 : Mise à disposition par la Société du plan d'affaires révisé ;*
- *Le 24 avril 2024 : Transmission d'une liste de questions par l'Expert Indépendant ;*
- *Le 25 avril 2024 : Réponses par le Management ;*
- *Le 30 avril 2024 : Echanges entre l'Expert, la Banque Présentatrice, le Management sur les litiges en cours ;*

- Le 6 mai 2024 : Réception par le Management d'une liste complémentaire de questions de l'Expert Indépendant ;
- Le 7 mai 2024 ; Réponses fournies auxdites questions par le Management ;
- Le 21 mai 2024 : Réception par le Management et transmission aux membres du Comité du projet de rapport d'expertise indépendante ; échanges entre le Management et l'Expert Indépendant ;
- Le 24 mai 2024 : Echanges entre le Comité et l'Expert Indépendant autour dudit projet ; Emission par le Comité de la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé au Conseil d'administration.

Lors de ses réunions ou de ses échanges informels, le Comité s'est assuré que l'Expert Indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.

Dans ce cadre, le Comité a noté que l'expert indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, aux comptes annuels publiés par la Société pour les exercices 2018 à 2023, aux comptes semestriels publiés par la Société au 31 décembre 2023, au plan d'affaires 2024-2027 produit par le management, validés par le Conseil d'Administration de la Société, ainsi que de leur mise à jour à la suite de la publication des comptes semestriels, aux travaux d'évaluation réalisés par la Banque Présentatrice, ainsi qu'aux différents documents contractuels relatifs à la transaction et, notamment, les accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Il s'est notamment assuré que l'intégralité des éléments figurant au plan d'affaires transmis, en ce compris les litiges de la Société en cours (notamment le litige Bartholet), a été prise en compte par l'Expert Indépendant et l'a interrogé sur le choix des méthodes de valorisation retenues et celles qui ont été écartées.

Le Comité indique ne pas avoir été informé ni n'avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant, ce dont il s'est enquis en l'interrogeant spécifiquement sur ce point.

Le Président indique que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

Les réunions et interactions entre le Comité, le Management, le Banque Présentatrice et l'Expert Indépendant sont mentionnées dans le rapport du cabinet BM&A.

Le Président présente les conclusions du rapport établi par le cabinet BM&A sous la supervision du Comité conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

« Afin de réaliser notre mission et d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions MND visées par l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères reposant, à titre principal sur la méthode DCF et, à titre secondaire sur le cours de bourse et la méthode des comparables boursiers.

Par ailleurs, nous rappelons que nous n'avons pas retenu en particulier :

- le critère des objectifs de cours publiés par les analystes, dans la mesure où la couverture du titre n'est assurée que par un seul analyste ;
- la méthode des transactions comparables car, au-delà des biais habituels inhérents à cette méthode (manque d'exhaustivité et de fiabilité de l'information, existence d'accords connexes à la transaction susceptibles d'avoir un impact sur le prix facial de la transaction...), nous n'avons pas

été en mesure de constituer un échantillon pertinent de transactions compte tenu (i) de l'étroitesse du marché sur lequel la Société opère et (ii) de l'absence d'information publique disponible ;

- la référence au prix d'émission de 2 € retenu dans le cadre de l'opération d'augmentation de capital de 136,6 m€ souscrite par Cheyne en mars 2023, en raison des pertes réalisées depuis cette date.

S'agissant des critères et méthodes que nous avons utilisés, nous soulignons que la référence au cours de bourse, sur lequel le prix d'Offre extériorise une prime de l'ordre de 152 %, n'est retenu qu'à titre secondaire en raison de la faible liquidité du titre. De même, la méthode des comparables boursiers, qui aboutit en valeur centrale à 0,38 € (soit une prime de 139 %), n'a pas été retenue à titre principal dans la mesure nous n'avons pas identifié de société cotée ayant une activité comparable, même partiellement, à celle de MND ; l'échantillon des sociétés comparables retenu est donc imparfait et l'approche ne doit être considérée que comme une méthode de recoupement des résultats obtenus par la méthode DCF.

Enfin, la méthode DCF, retenue à titre principal, a été développée sur la base du plan d'affaires de la Société communiqué par son management, après prise en compte des retards constatés sur plusieurs projets conduisant à une révision à la baisse des projections. Il n'en reste pas moins que les projections de croissance et de taux de marge sont optimistes, tant du point de vue de l'historique de la Société que des projections retenues pour les sociétés cotées comparables.

Dans ces approches, nous présentons également un scénario alternatif maximaliste postulant une issue favorable pour la Société quant aux litiges en demande actuellement en cours. In fine, nos travaux aboutissent à une valeur centrale comprise entre 0,4 € et 0,7 € (en fonction de la prise en compte ou non des litiges susmentionnés), sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 24 % et 118 %.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 0,90 € par action MND proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

Le Président du Conseil d'Administration indique que le 24 mai 2024, le Comité a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard notamment du projet de rapport de l'Expert Indépendant.

Il en communique les principaux termes aux membres du Conseil :

❖ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

- l'Initiateur détient déjà le contrôle la Société à hauteur de 97,81% du capital et des droits de vote théoriques ;
- dans les motifs de l'Offre rappelés par l'Initiateur, l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de simplification de la structure capitalistique de MND par l'acquisition du solde du capital de la Société non détenu à ce jour par l'Initiateur ;
- l'Offre a également pour objectif de réduire les coûts induits par la cotation de la Société et à simplifier son fonctionnement opérationnel en mettant fin à l'application des dispositions législatives et

² Cours moyens 20 jour et 3 mois.

réglementaires auxquelles sont assujetties les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé ;

- L'Initiateur, qui détient d'ores et déjà le contrôle de la Société, entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre au sein de la Société et du Groupe ;*
- L'Initiateur étant une société holding, il n'anticipe pas la réalisation de synergie de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies qui résulteraient d'une sortie de cote de la Société en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.*

❖ S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

- L'Offre s'inscrit dans la stratégie actuelle de la Société et du Groupe MND qui ne nécessite pas le maintien de la cotation, en particulier dans le contexte d'une très faible liquidité du titre et d'une faible appétence des investisseurs sur les marchés pour les small et mid caps. Le statut de société non cotée apparaît plus adapté à cette stratégie et à la poursuite des investissements opérés par le Groupe.*
- Le Prix de l'Offre tient compte de l'intégralité des éléments du plan d'affaires transmis, y compris notamment les litiges en cours.*
- L'Initiateur offre donc aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation, au Prix de l'Offre de 0,90 euro ;*
- l'expert indépendant est d'avis que le Prix de l'Offre de 0,90 euro équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de la Société ;*
- le Prix de l'Offre représente une prime de 16,6% par rapport au dernier cours coté précédent l'annonce de l'Offre (0,77 euro au 2 mai 2024) et de 15,0% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des 60 jours de bourse précédant le 2 mai 2024 (0,78 euro).*
- la Société a été destinataire de quatre courriels émanant de trois actionnaires minoritaires lesquels font part de leur déception quant au prix d'Offre. Parmi ces messages, seul l'un d'entre eux fait référence à l'opération d'augmentation de capital souscrite par Cheyne et Cheydemont au prix d'émission de 2 €, complétée par l'attribution gratuite aux autres actionnaires minoritaires d'un BSA par action MND détenue permettant la souscription d'une action nouvelle à un prix d'exercice de 2 €, et s'interroge sur l'évolution de la valeur de l'action entre cette opération et la présente Offre.*

Ce point a été examiné l'Expert Indépendant, celui-ci l'ayant déjà traité dans son rapport.

- en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il ne projette pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre.*

❖ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

- L'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan stratégique actuel et que l'Offre ne présentera pas d'incidence particulière, ni sur les effectifs de la Société et, plus largement, du Groupe, ni sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines. Elle n'emportera en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société ;*
- le 3 mai 2024, les instances représentatives du personnel de la société MND France, filiale opérationnelle*

de la Société, ont émis un avis favorable à l'unanimité sur le projet d'Offre ;

Au vu de l'ensemble de ces éléments, le Président du Conseil d'Administration indique que le Comité, à l'unanimité de ses membres, recommande au Conseil d'Administration de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Cette présentation terminée, le Président du Conseil d'Administration présente et soumet au Conseil le Projet de Note en Réponse établi par la Société et destiné à être déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2024.

o Délibérations et avis du Conseil d'administration :

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les membres indépendants du Conseil d'Administration ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée et recommandée par le Comité, à l'unanimité :

- **prend acte :**
 - des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur et des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - des conclusions de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant :
 - ♣ que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans la perspective du Retrait Obligatoire ;
 - ♣ qu'il n'a pas eu connaissance d'accords et opérations connexes comportant des dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de Colas dont les titres sont visés par l'Offre ;
 - des travaux et recommandations du Comité ;
- **décide** de reprendre à son compte les travaux et la recommandation d'avis motivé du Comité en date du 24 mai 2024 ;
- **considère** à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **prend acte** que les actions auto détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et confirme en tant que de besoin que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;
- **prend acte** que les membres du Conseil d'administration ne détiennent pas directement d'actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Offre ;
- **approuve** le Projet de Note en Réponse de la Société ;

- **approuve** le projet de note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
- **autorise**, en tant que de besoin, le Directeur-Général, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :
 - finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre et, notamment, la note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

3 INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL

Les instances représentatives du personnel de la société MND France, filiale opérationnelle de la Société, ont été informées le 3 mai 2024 du projet d'Offre. Il leur a été présenté à cette occasion le contenu de l'Offre et le calendrier de l'Offre.

Le projet d'Offre n'a pas soulevé de questions particulières. Le CSE a, à ce titre, rendu un avis favorable à l'unanimité sur l'Offre.

4 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MND

Conformément aux dispositions de l'article 14 des statuts de la Société et aux dispositions du règlement intérieur du Conseil d'administration, il n'est pas nécessaire pour les administrateurs d'être titulaires d'actions de la Société.

Les membres du Conseil d'administration de la Société ne détiennent pas directement d'actions MND.

En conséquence, il n'y a pas lieu de faire application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, en vertu desquelles chacun des administrateurs détenant des actions doit préciser ses intentions relativement à l'Offre Publique de Retrait.

5 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 5 280 de ses propres Actions.

Le Conseil d'administration du 29 mai 2024 a pris acte du fait que les 5 280 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

6 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur

l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 **Structure du capital de MND**

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 70.840.049 euros divisé en 70.840.049 Actions ordinaires de 1 euro de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote
L&M Infra	69 290 861	97,81%	69 290 861	97,81%
Auto-détention	5 280	0,01%	5 280	-
Public	1 543 908	2,18%	1 544 959	2,18%
Total	70 840 049	100%	70 841 100	100%

*Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

7.2 **Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce**

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En plus des obligations légales relatives aux franchissements des seuils légaux ci-dessus, l'article 12 des statuts de la Société impose une obligation de déclaration à tout actionnaire qui viendrait à posséder un pourcentage de participation supérieur à 2,5% du capital social. Cette obligation de déclaration s'applique également lorsque la participation au capital devient inférieure au pourcentage de 2,5% du capital social.

La personne physique ou morale concernée informe également l'Autorité des Marchés Financiers, dans un délai et selon les modalités fixées par son règlement général, à compter du franchissement des seuils de la moitié (50,00%) et dix-neuf vingtièmes (95,00%) du capital et des droits de vote

Transfert d'Actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions ou l'exercice des droits de vote de la Société.

7.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

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

7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 ci-dessus.

A la date de la présente Note en Réponse et au cours des douze (12) derniers mois, la Société a reçu la déclaration de franchissement suivantes en application des articles 233-11 et suivants du règlement général de l'AMF et des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 20 juin 2023, les sociétés L&M Infra et Cheydemont ont déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi, de concert en hausse, le 14 juin 2023, les seuils de 50% et de 90% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, à cette date 69 290 861 actions MND représentant 69 333 862 droits de vote, soit 97,84% du capital et 97,66% des droits de vote de la Société ;

Cette déclaration de franchissement de seuils a été reprise par un avis publié par l'AMF le 21 juin 2023 sous le numéro 223C0933, repris ci-dessous :

« 1.Par courrier reçu le 20 juin 2023, les sociétés L&M Infra et Cheydemont ont déclaré avoir franchi de concert en hausse, le 14 juin 2023, les seuils de 50% et 90% du capital et des droits de vote de la société MONTAGNE ET NEIGE DEVELOPPEMENT (ci-après MND), et détenir 69 290 861 actions MND représentant 69 333 862 droits de vote, soit 97,84% du capital et 97,66% des droits de vote cette société, selon la répartition suivante :

A cette occasion, la société L&M Infra a franchi individuellement en hausse les mêmes seuils.

[...]

3. Le franchissement de seuil en hausse des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société MND, à titre individuel et de concert par L&M Infra, a fait l'objet d'une décision de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique visant les actions de la société MND reproduite dans D&I 223C0193 mise en ligne le 27 janvier 2023. »

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-111 et suivants du Code de commerce.

L'article 29 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention continue au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de trois (3) ans.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, ce droit de vote double est accordé dès leur émission aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété, sous réserve des exceptions prévues par la loi.

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

Néant.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et dix-huit (18) membres au plus.

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que des articles 14 à 17 des statuts de la Société.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six (6) ans.

Tout membre sortant du Conseil d'administration est rééligible.

Le mandat d'un membre du Conseil d'administration prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de soixante-dix (70) ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce dernier cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur et sauf le cas où le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, le Conseil d'Administration peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par

l'article L. 225-24 du Code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction. Les administrateurs peuvent être ou non actionnaires de la société.

Comme indiqué à la Section 1.3.4 de la Note d'Information, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, l'Initiateur envisage de transformer la Société en société par actions simplifiée.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 31 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'article 4 des statuts de la Société prévoit que le siège social de la Société peut être transféré partout ailleurs en vertu d'une délibération de l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires, sous réserve des dispositions légales en vigueur.

Il peut toutefois être transféré en tout endroit du même département ou d'un département limitrophe, par simple décision du Conseil d'administration sous réserve de la ratification de cette décision par la plus prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires. Celui-ci est alors autorisé à modifier les statuts en conséquence.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur première convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs propres qui lui sont réservés par la loi, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires de la Société et dans la limite de l'objet social, le Conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances. Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le Président ou le Directeur Général de la société est

tenu de communiquer à chaque administrateur tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le Conseil d'administration peut conférer à tous mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qu'il tient de la loi et des présents statuts.

Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis à leur examen.

Le Conseil d'administration a seul qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations simples. Il peut déléguer à un ou plusieurs de ses membres, au Directeur Général ou, en accord avec ce dernier, à un ou plusieurs Directeurs Généraux Délégués les pouvoirs nécessaires pour réaliser, dans le délai d'un an l'émission d'obligations et en arrêter les modalités.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Conseil d'administration	Plafond	Durée	Utilisation
23 décembre 2022 (8 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre par offre au public des actions ordinaires ou de toutes valeur mobilière donnant accès au capital avec suppression du DPS	<p>Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le prix des émissions ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement diminué d'une décote maximum de 25%.</p>	26 mois	Néant

<p>23 décembre 2022 (9^{ème} résolution)</p>	<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre par placement privé des actions ordinaires ou toute valeur mobilière donnant accès, immédiatement et/ou de manière différée, au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du DPS</p>	<p>Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 8^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 8^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le prix des émissions ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement diminué d'une décote maximum de 25%.</p>	<p>26 mois</p>	<p>Néant</p>
<p>23 décembre 2022 (12^{ème} résolution)</p>	<p>Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre des actions ordinaires ou toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du DPS des actionnaires</p>	<p>Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 8^{ème}, 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 8^{ème}, 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 13^{ème} et 14^{ème} résolutions.</p> <p>Le prix des émissions ne peut</p>	<p>26 mois</p>	<p>Néant</p>

		être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement diminué d'une décote maximum de 25%.		
23 décembre 2022 (14 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre des actions ordinaires ou de toutes valeur mobilière donnant accès au capital, en cas de demandes excédentaires (clause d'extension)	<p>Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 8^{ème}, 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions.</p> <p>Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 8^{ème}, 9^{ème}, 10^{ème}, 11^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions.</p> <p>Le prix des émissions ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement diminué d'une décote maximum de 25%.</p>	26 mois	Néant
21 décembre 2023 (9 ^{ème} résolution)	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du Code de commerce	Dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital social	18 mois	Néant

21 décembre 2023 (10 ^{ème} résolution)	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'annuler les actions propres détenues par la société, rachetées dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du Code de commerce	Dans la limite de 10% du capital calculé au jour de la décision d'annulation	24 mois	Néant
21 décembre 2023 (11 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration en vue de procéder à l'émission à titre gratuit de bons de souscription d'actions en cas d'offre publique sur la Société	Le montant nominal total de l'augmentation de capital pouvant résulter de l'exercice de ces bons ne pourra excéder 35.000.000 €, étant précisé que ce plafond est fixé indépendamment de tout autre plafond relatif aux émissions de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société autorisées par la présente assemblée générale ou toute autre assemblée générale antérieure	18mois	Néant
21 décembre 2023 (12 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre des actions ordinaires ou toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS au profit de catégories de personnes (sociétés investissant dans les valeurs de croissance dites « <i>small caps</i> » dans le secteur industriel des équipements de loisirs)	Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 8 ^{ème} , 9 ^{ème} , 10 ^{ème} , 11 ^{ème} , 12 ^{ème} et 13 ^{ème} résolutions. Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 8 ^{ème} , 9 ^{ème} , 10 ^{ème} , 11 ^{ème} , 12 ^{ème} et 13 ^{ème} résolutions. Le prix des émissions ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement	18 mois	

		diminué d'une décote maximum de 25%.		
21 décembre 2023 (13 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration d'émettre des actions ordinaires ou toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS au profit de catégories de personnes, dont la société L&M Infra, actionnaire de référence	<p>Le montant nominal maximum des augmentations de capital ne pourra excéder 35.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 35.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues dans les 8^{ème}, 9^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 23 décembre 2022 et des 12^{ème} et 14^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2023.</p> <p>Le montant nominal global des VMDAC ne pourra excéder 70.000.000 euros dans la limite de la fraction non utilisée du plafond nominal global de 70.000.000 euros applicable à la présente délégation et à celles prévues par les 8^{ème}, 9^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 23 décembre 2022 et des 12^{ème} et 14^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2023.</p> <p>Le prix des émissions ne peut être inférieur à la moyenne pondérée des 5 derniers cours de bourse éventuellement diminué d'une décote maximum de 25%.</p>	18 mois	Néant

<p>21 décembre 2023 (14^{ème} résolution)</p>	<p>Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration en vue d'émettre des instruments financiers composés de et/ou donnant droit (sur exercice de bons d'émission) à des titres de créances obligataires donnant accès au capital de la Société auxquels sont attachés des bons de souscription d'actions, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes conformément à l'article L. 225-138 du Code de commerce</p>	<p>le montant nominal maximal des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées, immédiatement et/ou de manière différée, en vertu de la présente délégation, ne pourra excéder un montant nominal global de 35.000.000 € applicable à la présente résolution et à celles prévues par les 8^{ème}, 9^{ème}, 12^{ème} et 13^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 23 décembre 2022 et des 12^{ème} et 13^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 21 décembre 2023, sous réserve, s'il y a lieu, du montant nominal des actions supplémentaires à émettre pour préserver, conformément à la loi et, le cas échéant aux stipulations contractuelles applicables, les droits des éventuels porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital</p>	<p>18 mois</p>	<p>Néant</p>
<p>21 décembre 2023 (15^{ème} résolution)</p>	<p>Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre à certains membres du personnel salarié et/ou mandataires sociaux</p>	<p>10% du capital social au jour de l'assemblée générale du 21 décembre 2023, tel que constaté à la date de décision de leur attribution par le Conseil d'Administration, étant précisé que, à ce montant s'ajoutera, le cas échéant, le montant nominal des actions supplémentaires à émettre pour préserver, conformément à la loi et aux stipulations contractuelles applicables, les droits des porteurs de titres financiers donnant accès au capital de la Société</p>	<p>38 mois</p>	<p>Néant</p>

21 décembre 2023 (16 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration de consentir des options de souscription d'actions	Le prix de souscription des actions sera fixé par le Conseil d'Administration à la date à laquelle les options seront consenties, dans les conditions légales et réglementaires et notamment de celles de l'article L.225-177 du Code de commerce	38 mois	Néant
21 décembre 2023 (17 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration de consentir des options d'achat d'actions	Le prix d'achat des actions sera fixé par le Conseil d'Administration à la date à laquelle les options seront consenties, dans les conditions légales et réglementaires et notamment de celles de l'article L. 225-179 du Code de commerce	38 mois	Néant
21 décembre 2023 (18 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration, en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des salariés adhérents à un plan d'épargne entreprise ou un plan d'épargne groupe existant ou à créer)	1% du capital social	26 mois	Néant

7.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord ou engagement significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux administrateurs s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

8 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre BEAL, a été désigné par le Conseil d'administration de la Société, réuni le 3 avril 2024 en qualité d'Expert Indépendant, en application des dispositions des articles 261-1, I 1° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 29 mai 2024, est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

9 MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Montagne & Neige Développement,
représentée par Monsieur Xavier GALLOT-LAVALLÉE.

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

BMA

AUDIT
CONSEIL FINANCIER
CONSEIL ET SUPPORT OPERATIONNELS
MAÎTRISE DES RISQUES & COMPLIANCE



| MND

Expertise indépendante

**Projet d'offre publique de retrait suivie
d'un retrait obligatoire**

Mai 2024

SOMMAIRE

1 	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	4
2 	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	6
2.2	Déclaration d'indépendance	6
2.3	Rémunération de l'expert	7
2.4	Diligences effectuées par l'expert	7
3 	PRESENTATION DE LA SOCIETE.....	10
3.1	Activité et historique	10
3.1.1	Présentation générale de la société	10
3.1.2	Historique de la Société.....	10
3.1.3	Présentation des activités	12
3.1.3.1	MND Ropeways :.....	12
3.1.3.2	MND Snow	13
3.1.3.3	MND Safety	14
3.1.3.4	MND Leisure	14
3.1.4	Plan stratégique « Succeed Together »	14
3.2	Analyse historique des comptes publiés	15
3.2.1	Présentation des comptes de MND S.A.....	16
3.2.1.1	Evolution des résultats de la société.....	16
3.2.1.2	Evolution de la situation bilancielle	18
3.3	Présentation du plan d'affaires	19
3.3.1.1	Business model.....	20
3.3.1.2	Chiffre d'affaires	20
3.3.1.3	EBITDA	21
3.3.1.4	Autres éléments des flux de trésorerie.....	21
3.3.1.5	Prolongement du plan	21
4 	TRAVAUX D'EVALUATION	22
4.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	22
4.1.1	Nombre de titres	22
4.1.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	23
4.1.3	Indemnités potentielles dans le cadre de litiges en cours	23
4.1.4	Taux d'actualisation.....	24
4.2	Méthodes ou références non retenues.....	26
4.2.1	Actif net comptable	26
4.2.2	Méthode de l'actif net réévalué.....	26
4.2.3	Méthodes basées sur le dividende.....	26
4.2.4	Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers	26
4.2.5	Approche par référence à des multiples de transactions comparables	27
4.2.6	Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société.....	27
4.3	Critères et méthodes retenus.....	28
4.3.1	Approche par référence au cours de bourse.....	28
4.3.1.1	Revue historique du cours de bourse	29
4.3.2	Approche par l'actualisation de flux de trésorerie (DCF) :	30
4.3.2.1	Hypothèses normatives	30

4.3.2.2	Résultats de l'approche :	31
4.3.3	Approche par les multiples de sociétés cotées comparables	32
4.3.4	Synthèse des résultats.....	33
5 	ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	34
5.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	34
5.1.1	Nombre de titres	34
5.1.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	34
5.1.3	Valorisation des sommes potentiellement perçues au titre des litiges en cours	35
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues.....	35
5.2.1	Actif net réévalué	35
5.2.2	Actualisation de dividendes.....	35
5.2.3	Transactions comparables	35
5.2.4	Référence à une opération significative sur le capital de la Société	35
5.2.5	Actif net comptable	35
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif.....	36
5.3.1	Objectifs de cours des analystes	36
5.3.2	Multiples de sociétés cotées comparables.....	36
5.4	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal	36
5.4.1	Cours de bourse.....	36
5.4.2	Actualisation de flux de trésorerie	37
5.4.2.1	Taux d'actualisation	37
5.4.2.2	Hypothèse normatives et prolongation du plan d'affaires	38
5.4.2.3	Résultats de l'approche DCF	39
6 	CONCLUSION	40
7 	ANNEXES	42
7.1	Lettre de mission	42
7.2	Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers	45
7.3	Prévisions macroéconomiques.....	45
7.4	Appréciation de la décote applicable aux multiples boursiers	45
7.5	Etude de marché Xerfi sur les remontées mécaniques en France.....	46
7.6	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	49

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 6 mai 2024, la société Montagne & Neige Développement (ci-après « **MND** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth à Paris (FR00140050Q2-ALMND), a annoncé que la société L&M Infra¹ (ci-après « **L&M Infra** » ou l'« **Initiateur** »), son principal actionnaire, avait déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** »), un projet d'offre publique de retrait (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPR** ») visant les actions de la société MND qu'elle ne possède pas encore (soit 1 543 908 actions²), au prix unitaire de 0,90 € (ci-après le « **Prix d'Offre** »).

MND est la société faitière d'un groupe qui compte près d'une dizaine de filiales, en France, aux USA, en Suisse, en Chine ou en Autriche. MND est un groupe industriel spécialisé dans la mobilité par câble, les systèmes d'enneigement, la sécurité en montagne et les infrastructures de loisir à sensation. Préalablement à l'annonce de l'Offre, L&M Infra possède 97,81 % du capital et 97,82 % des droits de vote de MND, comme détaillé ci-dessous :

MND	Actions		Droits de vote	
Actionnariat au 5 mai 2024	#	%	#	%
L&M Infra	69 290 861	97,81%	69 290 861	97,82%
Actions auto-détenues	5 280	0,01%	-	-
Public	1 543 908	2,18%	1 544 959	2,18%
Total	70 840 049	100,00%	70 835 820	100,00%

L'initiateur indique que l'Offre a pour objectif la simplification de la structure capitalistique de MND et la réduction des coûts directs et indirects de cotation, en l'absence de recours par la Société de financements par le marché, ces derniers étant assurés depuis plus d'un an par l'Initiateur.

S'agissant de ses intentions dans les douze mois à venir, l'Initiateur, qui contrôle d'ores et déjà la Société, entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre, sans modification de la politique industrielle et commerciale, et qu'en conséquence, l'Offre n'aura pas d'incidence particulière sur les orientations en matière d'emploi. De même, l'Initiateur ne compte pas modifier la politique de distribution de dividende, celle-ci dépendant de sa capacité distributive, de sa situation financière et de ses besoins de financement. Concernant la composition des organes sociaux et la direction de la Société, l'Initiateur prévoit, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire (cf. infra) de transformer la forme juridique de la Société en société par actions simplifiée et d'adapter sa gouvernance en conséquence.

Logiquement, dans la mesure où l'Initiateur est une société holding et contrôle préalablement MND, aucune synergie autre que l'économie des coûts directs et indirects de cotation n'est anticipée en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.

Enfin et comme indiqué ci-dessus, l'Initiateur, qui n'envisage pas de fusionner avec la Société, a l'intention dans le délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre et dans la mesure où les conditions sont déjà réunies³, de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire à un prix par action égal au Prix d'Offre, net de tous frais. Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'opération entraînera la radiation de la cote des actions de la Société du marché Euronext Growth d'Euronext Paris.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 3 avril 2024 par le Conseil d'Administration de la Société sur proposition du Comité ad hoc en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions MND visées par l'Offre.

¹ Société commune, constituée à l'issue de l'augmentation de Capital réservée de janvier 2023 à Cheyne, regroupant les principaux actionnaires de MND : Cheyne, M. Xavier Gallot-Lavallée, Montagne & Vallée et Cheydemont

² Hors les 5 280 actions auto-détenues non visées par l'Offre.

³ i.e. si à la clôture de l'Offre, l'Initiateur détient au moins 90 % du capital et des droits de vote en application de l'art. 237-1 du règlement général de l'AMF, le retrait obligatoire entraînant la radiation des actions MND de la cote.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S » ou « BM&A »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Île-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte plus de 300 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 30 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8ème.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe Open	New Go	Odoo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe IRD	IRD et Associés	Degroof Petercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Oncodesign	Cancer Buster Bidco	Société Générale
oct-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	PCAS	Seqens	Portzamparc
nov-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Boiron	Boiron Développement	Bryan Garnier, BNP Paribas & CM-CIC

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;

- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois à l'exception de celles indiquées ci-dessous.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 50 000 € hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Bastien Casanovas et Christopher Roussillon, chefs de mission, et de Jessica Zhang assistante.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés le 20 mars 2024 de l'Offre envisagée. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant, intervenue le 3 avril 2024, nous avons commencé nos travaux le 8 avril 2024 et les avons achevés le 28 mai 2024, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- MND :
 - Xavier Gallot-Lavallée, fondateur et Président-Directeur général ;
 - Hervé Jacquin, DGA Finances ;
 - Reynald Sez nec, administrateur indépendant ;
 - Frédérique Jossinet, administrateur indépendant.
- Gilbert Dupont – Banquier évaluateur, conseil de l'Initiateur :
 - Audrey Nodin , Head of Corporate Finance ;
 - Quentin Hatziraptis, Vice-President (Equity Capital Markets) ;
 - Guillaume Delhommeau, Associate (Equity Capital Markets) ;
 - Marie Dingreville, Analyst (Equity Capital Markets).
- Lamy Lexel – Conseil de l'Initiateur :
 - Frédéric Dupont, avocat associé (Capital Markets) ;
 - Mariem Bouajila, avocate (Capital Markets).
- Hogan Lovells – Conseil de l'Initiateur :
 - Jean-Marc Francheschi, avocat associé.

- Actionnaires minoritaires :

Au cours de notre mission, nous n'avons pas été directement contactés par un actionnaire minoritaire du groupe MND. Toutefois, la Société nous a communiqué quatre courriels émanant de trois actionnaires minoritaires, lesquels font part de leur déception quant au prix d'Offre.

Parmi ces messages, seul l'un d'entre eux fait référence à l'opération d'augmentation de capital souscrite par Cheyne et Cheydemont au prix d'émission de 2 €, complétée par l'attribution gratuite aux autres actionnaires minoritaires d'un BSA par action MND détenue permettant la souscription d'une action nouvelle à un prix d'exercice de 2 €, et s'interroge sur l'évolution de la valeur de l'action entre cette opération et la présente Offre. Ce point est traité au paragraphe 4.2.6. du présent rapport.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) le potentiel de développement et les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient les plans d'affaires produits par le management, et notamment les déterminants de la croissance et la dynamique commerciale.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre ;
- iii) étudier les accords conclus avant et dans le cadre de l'Offre et analyser les conditions des opérations réalisées dans l'environnement immédiat de la Société (et notamment l'augmentation de capital de 2023) ;
- iv) étudier les analyses juridiques mises à disposition par la Société et ses conseils concernant l'état de différents litiges en cours ;
- v) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- vi) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- vii) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce et analyser la sensibilité des valeurs aux variations des hypothèses structurantes
- viii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par Gilbert Dupont afin de réaliser leur analyse ;
- ix) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- de la note d'information relative à l'Offre ;
- du projet de note en réponse ;
- des comptes consolidés 2018 à 2023 de MND ;
- des comptes semestriels au 31 décembre 2023 de MND ;
- des plans d'affaires 2024-2027 produit par le management, validés par le Conseil d'Administration de la Société, ainsi que de leur mise à jour à la suite de la publication des comptes semestriels ;

- des analyses juridiques mises à disposition par les conseils de la Société concernant des litiges en cours ;
- des conditions et analyses produites par le management concernant les financements mis en place avec l'Etat français (FDES) et l'Initiateur ;
- du rapport d'expertise indépendante produit par Arthaud & Associés attestant de l'équité du prix de 2 € retenu dans le cadre de l'augmentation de capital réservée réalisée début 2023 ;
- des notes d'analyse produites par Gilbert Dupont, seule analyste suivant la valeur ;

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de LSEG⁴ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction du groupe MND nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

⁴ ex Thomson-Reuters, ex Refinitiv.

3 | PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.1 Activité et historique

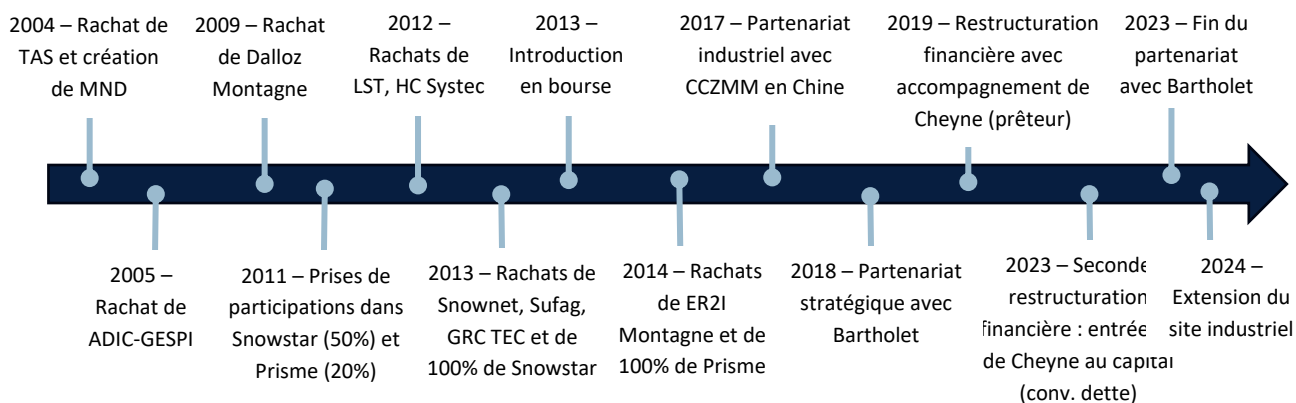
3.1.1 Présentation générale de la société

MND est un groupe industriel spécialisé dans la mobilité par câble, les systèmes d'enneigement, la sécurité en montagne et les infrastructures de loisirs à sensation. La société est cotée (FR00140050Q2-ALMND) sur Euronext Growth. Préalablement à l'annonce de l'Offre, la cotation de la société a été suspendue le 3 mai 2024. A ce jour, sa capitalisation boursière s'élevait à 54,6 m€ sur la base d'un cours par action de 0,77 € relevé le 2 mai 2024.

Créée en 2004, la société est cotée en bourse depuis 2013. Son capital est réparti entre la société L&M Infra⁵ (97,8 % du capital) et un flottant résiduel représentant 2,2 % du capital. La composition de l'actionnariat est le résultat d'une opération d'assainissement de la structure financière de la Société réalisée début 2023 qui a permis l'extinction de l'essentiel du passif relatif à l'ensemble des dettes contractées par la société vis-à-vis de Cheyne Capital.

Au 30 juin 2023⁶, MND a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 91,2 m€ pour un résultat opérationnel de 2,7 m€ et un résultat net de -36,7 m€. Sa situation au premier semestre de l'exercice 2023/2024 reste difficile, avec un décalage de projets en cours qui ont conduit la Société à constater un résultat net négatif de 5,8 m€ et à devoir lever 20 m€ supplémentaires pour financer son besoin en fonds de roulement et des investissements de R&D rendus nécessaires par la rupture d'un partenariat avec l'un de ses fournisseurs.

3.1.2 Historique de la Société



En **1999**, Xavier Gallot-Lavallée reprend l'entreprise familiale MBS, une société qui fabrique et distribue des équipements pour les domaines skiables, notamment du matériel de signalétique et de sécurité.

En **2004**, à l'occasion du rapprochement entre MBS et TAS, une société iséroise spécialisée dans les systèmes de déclenchement préventifs d'avalanches., Xavier Gallot-Lavallée crée le groupe Montagne & Neige Développement (MND).

En septembre **2005**, MND reprend à la barre du Tribunal de Chambéry la société ADIC-GESPI, spécialisée dans la sécurisation des domaines skiables.

En **2007**, MND complète son offre de système de déclenchement d'avalanche avec la création de la Daisybell, un système héliporté sans explosif.

⁵ Elle-même détenue par le fondateur, monsieur Xavier Gallot-Lavallée, et le fonds d'investissement Cheyne Capital.

⁶ La Société clôture ses comptes au 30 juin.

En juillet **2009**, le groupe fait l'acquisition de la société Dalloz Montagne, spécialisée dans les piquets de slalom. En septembre de cette même année, le groupe crée une filiale ETS (Entreprise de Travaux Spéciaux) destinée à proposer des prestations d'installations d'équipements de sécurité et d'infrastructures en montagne et en milieu d'accès difficile.

En juillet **2011**, MND prend une participation de 49,9% dans les filiales françaises et slovaques de Snowstar, un spécialiste italien des systèmes de neige de culture. L'accord prévoit également la mise en commun des réseaux de distribution entre Snowstar et MND ainsi que la création de filiales communes.

En septembre **2011**, MND s'ouvre à l'international avec la création de sa 1^{ère} filiale aux Etats-Unis : MND America Corp.

En décembre **2011**, MND prend une participation à hauteur de 20% dans Prisme (qui deviendra MND Leisure en 2020), une société spécialisée dans les installations de sécurité en hauteur pour des aménagements touristiques (via ferrata, parcours d'aventures).

En avril **2012**, le groupe reprend Snowstar Slovaquie, qui devient la filiale de distribution MND Eastern Europe.

En juillet **2012**, MND rachète, devant le tribunal de commerce de Nice, les actifs (brevets, fonds de commerce et stocks) de HC Systec, une société iséroise spécialisée dans la conception et la production de systèmes de protection anti-chutes de pierres et d'avalanches.

En août **2012**, MND fait l'acquisition de 70% de la société allemande LST, spécialisée dans la conception, la production de remontées mécaniques (téléskis et télésièges fixes et débrayables).

En décembre **2012**, le groupe rachète la société française Secomate, spécialisée dans le domaine de l'équipement et de la sécurité des domaines skiables. Cette même année, le groupe crée plusieurs filiales de distribution en Europe (Italie, Suisse, Espagne, Turquie).

En mars **2013**, MND, qui détenait déjà 49,9% de Snowstar SAS, rachète le solde restant des titres et porte ainsi sa détention à 100% dans la société.

En avril **2013**, le groupe fait l'acquisition de la société française GRC TEC, une société ayant une activité de chaudronnerie et soudage pour une clientèle de grands comptes multi-secteurs permettant ainsi à MND d'intégrer une partie de la chaîne de valeur, notamment pour ses activités de remontées mécaniques et de sécurité. Le groupe procède également le rachat de deux distributeurs : le groupe Interfab (qui deviendra la filiale de distribution MND Austria) avec ses deux filiales en Autriche et en Suisse, ainsi que Vinterteknik en Suède qui devient MND Sverige AB.

En juin **2013**, le groupe crée TECHFUN, visant à regrouper les activités de loisirs indoor/outdoor (luges d'été), avec notamment l'activité de Prisme.

En juillet **2013**, MND rachète le solde, soit 30 %, des actions de la société allemande LST. Dans le même temps, le groupe fait l'acquisition, à travers un rachat d'actifs, du segment « neige de culture » de la société autrichienne SUFAG GmbH. Toujours dans l'optique de renforcer son activité « neige de culture », le groupe rachète l'intégralité du capital de la société suédoise Arreco, de la société américaine Snownet Inc et de la société suisse Sufag Snow-Vison AG.

En octobre **2013**, MND s'introduit en bourse sur le compartiment C d'Euronext à Paris. et lève 21,2 m€ dans le cadre de cette opération.

En février **2014**, conformément à une promesse d'achat signée préalablement, le groupe rachète le solde des titres de Prisme et porte ainsi sa détention à 100%.

En juillet **2014**, MND rachète la société ER2I Montagne, qui intervient dans le domaine de l'ingénierie de la construction en milieu montagneux (transport par câbles).

En **2015**, le groupe cède MND Eastern Europe, qui porte l'activité de distribution de l'activité neige de culture en Slovaquie, à son dirigeant. La société devient agent du groupe.

En **2016**, le groupe crée la filiale italienne LST Srl, destiné à centraliser son activité Tapis de transport. Dans le même temps, le groupe ferme sa filiale LST Turkey. Cette même année, le groupe cède, via Techfun, sa filiale Prisme Canada.

En **2017**, MND et CCZMM signent un partenariat industriel en vue d'accompagner la croissance de MND en Chine qui aboutit à la création de la JV MND ZMD détenue à 80% par MND.

En **2018**, le groupe s'engage dans une alliance stratégique industrielle et commerciale avec Bartholet dans l'activité de transport par câble. Cette alliance stratégique, industrielle et commerciale devait permettre aux deux entreprises l'opportunité d'accéder à des projets plus importants sur un marché mondial en pleine croissance. En 2020, les équipes de Bartholet France ont intégré les effectifs de MND. Le contrat de partenariat entre les deux groupes a pris fin en décembre 2023 à la suite de l'acquisition de Bartholet par le groupe italien HTI. Les modalités de fin du contrat de partenariat font actuellement l'objet d'un litige entre MND et Bartholet.

En août **2019**, MND a annoncé un projet de restructuration financière qui prévoyait (i) l'arrivée d'un nouveau partenaire financier aux côtés de Montagne & Vallée⁷ (ci-après « **M&V** »), (ii) le réaménagement de la dette bancaire de la société et (iii) deux augmentations de capital d'un montant global de 35 m€.

Ainsi, MND a conclu un accord avec Cheyne, gestionnaire de fonds d'investissements alternatifs, qui s'est engagé à accompagner les projets de réaménagement de la dette bancaire et à renforcer les fonds propres de MND. Dans ce cadre, une société holding, Cheydemont dont le capital est détenu à 60 % par M&V et à 40 % par Cheyne SVC, a été constituée. Une première augmentation de capital de 20 m€ a été réalisée au profit de Cheydemont au prix de 0,41 € par action, réalisée le 18 septembre 2019. Il s'en est suivi d'une seconde augmentation de capital de 15 m€ au profit de MV, également à un prix de 0,41 € par action, réalisée par compensation de créances.

De janvier à mars **2023**, le groupe a opéré une nouvelle restructuration financière, via (i) un renforcement des liquidités de 20,7 m€ financé par Cheyne Capital, (ii) une augmentation de capital de 136,6 m€, principalement réservée à plusieurs entités détenues par Cheyne Capital par compensation de créance à un prix de 2 € par action, (iii) l'association de Cheyne Capital et du fondateur au sein d'une société holding unique, L&M Infra et, (iv) l'allongement de la durée de remboursement du prêt octroyé par l'Etat français.

En février **2023**, le groupe a annoncé avoir remporté un appel d'offres international pour l'aménagement « 4 saisons » du site de Chimgan en Ouzbékistan, pour un montant total de 100 m€.

En **2024**, MND a inauguré l'extension de son site savoyard, réalisée afin d'augmenter ses capacités industrielles et développer des nouvelles lignes de produits dédiées au transport par câble.

3.1.3 Présentation des activités

Créé il y a 20 ans, le Groupe MND est un acteur international majeur des solutions d'aménagement de sites de montagne et de transports par câbles urbains. Les principaux segments d'activité de la société sont la mobilité par câble, les systèmes d'enneigement, la sécurité en montagne et les infrastructures de loisirs à sensations.

Basé en Savoie, MND emploie près de 300 collaborateurs. Les deux sites de production sont installés en Savoie, près de Chambéry et d'Albertville, tandis que le siège se situe à Sainte-Hélène-du-Lac et intègre toutes les directions transverses fonctionnelles clés ainsi que certaines unités de production.

Le groupe dispose de plus de 3 000 clients situés dans une cinquantaine de pays ; le groupe s'est fortement développé grâce à une politique de croissance externe menée entre 2004 et 2014, puis à travers des partenariats stratégiques avec d'autres acteurs du secteur (CCZMM en Chine, Bartholet en Suisse).

3.1.3.1 MND Ropeways :

Ce segment regroupe les solutions de mobilités par câble. Contribuant à 53 % du chiffre d'affaires 2022/2023, soit 42 m€, ce segment d'activité est le plus significatif dans les revenus du Groupe.

⁷ Société contrôlée par Xavier Gallot-Lavallée.

MND est un des principaux acteurs mondiaux de ce secteur d'activité, ses principaux concurrents sont :

- Le groupe High Technology Industries (HTI ci-après, Italie), qui regroupe les marques Poma, Bartholet et Leitner et dont le chiffre d'affaires du groupe atteint environ 1,4 Md€.
- Le groupe Doppelmayr (Autriche), qui regroupe les marques Doppelmayr, CWA, Garaventa, et Gassner Stalhbau et dont le chiffre d'affaires du groupe atteint environ 950 m€.
- Le groupe Nippon Cable (Japon) de taille plus modeste, possède et opère également des complexes touristiques au Japon et au Canada ; son chiffre d'affaires est d'environ 150 m€.

Les principales solutions proposées par MND sur ce segment sont les suivantes :

- Le **télésiège** : adapté aux domaines skiables. Il peut se décliner en version fixe ou débrayable. Les projets de télésiège les plus notables ont été réalisés en France (la Rosière – 2023 ; Tourette – 2022 ; Avoriaz – 2019 ; Pierre Saint Martin - 2017), aux Etats-Unis (Waterville - 2022), en Suède (Skuleberget - 2021), en Allemagne (Oberhof - 2018) ou encore en Turquie (Sarikamis - 2016).
- Le **téléski** : adapté aux domaines skiables. Il s'agit d'un mode de transport simple et individuel adapté aux espaces débutants. Les projets de téléski les plus notables ont été réalisés aux Etats-Unis (Waterville - 2019 ; Mittersill - 2017), en Suisse (Thyon - 2023), en Finlande (Ruka- 2022), en Norvège (Hovegarde - 2018), en Espagne (Baqueira - 2016) ou encore en France (Valmeinier- 2013).
- L'**ascenseur incliné** : un mode de transport adapté aux liaisons courtes et raides à franchir, en ville comme en montagne. Les principaux projets réalisés par MND sont la rénovation du funiculaire de Montmartre en 2018 ou encore l'installation d'un ascenseur incliné à Oz-en-Oisans en 2022, et à Chamonix en 2015.
- La **télécabine** : solutions permettant une grande capacité de transport et de confort, en montagne comme en ville. Les principaux projets ont été réalisés en France (Espiaube - 2022 ; Les 2 Alpes - 2017 ; Vaujany – 2017).
- Le **téléphérique** : Solution sur-mesure et durable permettant de relier des lieux de vie et/ou des sites touristiques en passant par les airs. Contrairement aux autres solutions de transports proposés par MND, les principaux projets ont été réalisés en dehors des stations de ski, avec notamment des projets en Belgique (Huy – 2021), à La Réunion (2020) et à Brest (2016).
- Le **tapis roulant** : Une solution de transport permettant des liaisons plus rapides. Les principaux projets ont été réalisés dans des stations de ski partout dans le monde, et notamment en France (Vars – 2019 ; Saint Gervais – 2018 ; Flaine – 2018 ; Les Arcs – 2017 ; Barèges – 2017 ; Courchevel – 2016 ; Méribel - 2016), aux Etats-Unis (Hoedown Hill – 2023 ; en Suède (Lindvallen – 2018) et au Japon (Lotte Arai Ski Resort – 2017)
- Le **cabline** : Avec le soutien de l'Etat français (ADEME), le Cabline est un nouveau mode de transport par câble pour la ville. Toujours en phase de projet, un protocole d'accord a été signé en 2021 afin d'étudier la construction d'un **cabline** à Dubaï.
- Le **téléporté mixte** : solution mixte entre la télécabine et le télésiège. Il s'agit d'une solution innovante, dont les premières réalisations ont été installées en 2023 dans les Pyrénées, à Saint Lary et à Formiguères.

3.1.3.2 MND Snow

Ce segment regroupe les solutions d'enneigement. Contribuant pour 21 % au chiffre d'affaires 2022/2023, soit 17 m€, l'activité arrive en seconde place en termes de volume dans les revenus du Groupe.

Ce segment est le fruit de la fusion des marques SUFAG (Autriche), ARECO (Suède) et SNOWSTAR (Italie), permettant à MND de se positionner comme un acteur important sur ce marché. Ses principaux concurrents sont :

- TechnoAlpin AG, un groupe italien leader sur le marché dont chiffre d'affaires est de l'ordre de 185 m€.

- Le groupe HTI, à travers la marque Demaclenko et ses filiales en Italie et en Autriche ; est également concurrent de MND sur ce secteur avec un chiffre d'affaires attribuable à la marque Demaclenko estimé à 70 m€.
- Ainsi que Snow Machines Inc (USA, CA 15 m€) ; Supersnow S.A (Pologne, CA 12 m€) et HKD Snowmakers (USA, CA 6 m€).

Les principales solutions proposées par MND sur ce segment sont les suivantes :

- **L'enneigreur ventilateur** : positionnés en extérieur dans les stations de ski, les enneigeurs ventilateurs garantissent une grande capacité d'enneigement. La majorité de l'activité du groupe sur ce segment est générée par ces installations. Des projets sont réalisés partout dans le monde, et notamment en France, en Allemagne, en Autriche, en Suisse, en Suède, en Chine et au Japon.
- **L'enneigreur tout temps & indoor** : Systèmes de production de neige pour un usage en intérieur ou en extérieur, quelles que soient les conditions météorologiques. Une installation a été réalisée à Oberstaufen en Allemagne en 2022.

Au-delà de l'enneigement, MND est également capable d'intégrer des fonctionnalités additionnelles comme la gestion de l'eau potable, la production d'énergie hydroélectrique, la protection incendie et l'approvisionnement en eau pour l'agriculture.

3.1.3.3 MND Safety

Ce segment regroupe les solutions liées à la sécurité en montagne. Ce segment a contribué à 19 % du chiffre d'affaires 2022/2023, soit 16 m€.

Dans cette activité, la principale solution proposée par MND consiste en un système de déclenchement préventif d'avalanches sans explosif. Le groupe dispose des produits brevetés Gazex™/Gazflex™, O'BellX™ et DaisyBell™, et se positionne comme une référence mondiale sur ce secteur. L'expertise de MND dans ce domaine s'étend aujourd'hui à la gestion globale du risque, grâce à un éventail de solutions de monitoring et de surveillance, d'aide à la décision mais également de détection de départs d'avalanches.

Des projets sont réalisés partout dans le monde, et notamment en France, en Suisse, en Italie, en Suède, au Canada, aux Etats-Unis, au Chili ou encore au Japon.

3.1.3.4 MND Leisure

Ce segment regroupe les solutions d'infrastructures de loisirs à sensation et contribue à hauteur de 7 % au chiffre d'affaires 2022/2023 du Groupe, soit 6 m€. Les principales solutions proposées par MND dans ce domaine sont les suivantes :

- Les **passerelles** : Ouvrages permettant de rendre accessible des lieux en montagne ou en ville grâce à des solutions discrètes qui se fondent dans le paysage.
- Les **tyroliennes** : Solutions d'expériences aériennes générant des sensations fortes en survolant des sites de montagne sans impacter l'écosystème.
- Les **luges d'été** : Activités de descente pilotée offrant une alternative d'activités 4 saisons permettant aux stations de ski de réduire la saisonnalité de leur activité. MND propose 2 modèles : le Fun Coaster et l'Alpine Slide.

3.1.4 Plan stratégique « Succeed Together »

En septembre 2020, MND a présenté son plan stratégique "Succeed Together 2024", définissant ses priorités et les leviers de son expansion.

Afin de simplifier l'accès à son offre globale et améliorer sa lisibilité, le groupe avait décidé de rassembler l'ensemble des activités autour d'une seule marque, MND, en s'appuyant sur les quatre expertises cœur de métier du groupe :

- LST, spécialiste du transport par câble, devenait MND ROPEWAYS ;
- SUFAG, qui regroupait les solutions d'enneigement devenait MND SNOW ;
- TAS, qui regroupait les systèmes de prévention des risques avalanches, devenait MND SAFETY ;
- TECHFUN, spécialiste des infrastructures de loisirs à sensations, devenait MND LEISURE.

Outre ce changement d'ordre marketing, la nouvelle feuille de route stratégique, à horizon 2024, visait à réaliser une croissance rentable et pérenne en tenant compte des défis posés par les changements climatiques, afin de répondre aux attentes des acteurs de la montagne et des territoires.

Dans cette optique, le groupe s'était engagé à conquérir de nouveaux marchés dans le tourisme estival et le transport urbain. Cette nouvelle stratégie reposait sur l'anticipation d'une forte croissance du secteur avec, en ligne de mire, un marché mondial du transport par câble, un doublement étant prévu d'ici 2024 pour atteindre 3,6 md€, dont un tiers constitué d'installations par câble dédiées au transport des personnes en milieu urbain.

Le Groupe s'était également engagé dans un plan de transformation axé sur l'excellence opérationnelle, en relocalisant son activité industrielle en France, au plus près de ses marchés historiques, dans les Alpes et la région Auvergne-Rhône-Alpes. Pour mettre en œuvre cette stratégie de relocalisation et de croissance, le groupe annonçait la livraison en 2023 d'un nouveau bâtiment permettant de doubler les capacités de production sur son site industriel basé à Sainte-Hélène du Lac. Ce nouveau bâtiment devait permettre d'augmenter les espaces d'assemblage pour les pôles transport par câble et enneigement, de regrouper l'ensemble des activités sur un seul site et d'accueillir une nouvelle ligne de production dédiée aux projets de transport urbain.

Le groupe affichait également sa volonté de continuer à innover, rester attentif aux tendances clés afin de répondre aux besoins des clients et des utilisateurs finaux. Le groupe ciblait particulièrement les enjeux environnementaux et climatiques, en mettant l'accent sur l'amélioration de l'efficacité énergétique des systèmes installés et leur intégration harmonieuse dans l'environnement.

En termes d'objectifs chiffrés, le groupe visait un retour à l'équilibre opérationnel normatif (EBITDA) dès l'exercice 2020/2021. L'objectif fût atteint avec un EBITDA, ajusté des dotations/reprises sur provisions sur actif circulant, de 2,6 m€ sur l'exercice. Par la suite, le groupe prévoyait une croissance de l'activité et de la rentabilité pour les exercices 2021/2022 et 2022/2023, des objectifs qui ont été atteints avec une croissance soutenue de l'activité et une faible et progressive amélioration de la rentabilité sur ces exercices. Le 31 août 2023, lors de la publication des résultats du chiffre d'affaires pour 2022/2023, le groupe a annoncé un objectif de revenus de 100 millions d'euros pour l'exercice 2023/2024, accompagné d'une amélioration de la rentabilité. Cependant, le 29 février 2024, lors de la publication des résultats du chiffre d'affaires pour le premier semestre 2023/2024, le groupe a annoncé une révision à la baisse de ses objectifs pour l'ensemble de l'exercice 2023/2024. Le groupe justifie cette révision à la baisse des objectifs par le retard pris sur le premier semestre. En effet, le groupe a subi une baisse de son chiffre d'affaires de 39 % par rapport à l'exercice précédent, qui s'explique par le décalage dans le démarrage du projet de Chimgan en Ouzbékistan et la fin du contrat de partenariat industriel et commercial avec Bartholet.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

Le Groupe MND dispose de comptes consolidés établis selon les normes IFRS. La clôture des comptes a lieu au 30 juin de chaque année depuis l'année 2019. Auparavant, le groupe clôturait ses comptes à fin mars. Par conséquent l'exercice 2018/2019 s'est étendu sur une durée de 15 mois, d'avril 2018 à juin 2019.

3.2.1 Présentation des comptes de MND S.A.

3.2.1.1 Evolution des résultats de la société

Le compte de résultat consolidé des exercices fiscaux à compter de 2018 est présenté ci-après :

MND	31-mars-18	30-juin-19	30-juin-20	30-juin-21	30-juin-22	31-déc.-22	30-juin-23	31-déc.-23	TCAM
Compte de résultat m€	12 m.	15 m.	12 m.	12 m.	12 m.	6 m.	12 m.	6 m.	2018-2023
Production vendue de biens	78,5	40,6	28,8	21,4	56,5	42,4	79,3	24,4	0,2%
Production vendue de services	3,3	10,7	5,7	11,3	5,6	1,9	4,6	2,7	6,6%
Vente de marchandises	5,9	6,0	5,8	8,3	12,0	4,9	7,3	3,2	4,2%
Chiffre d'affaires	87,6	57,3	40,3	41,0	74,1	49,3	91,2	30,3	0,8 %
% croissance		(34,6%)	(29,7%)	1,7%	80,8%	-	23,0%	(38,5%)	
Achats consommés	(49,2)	(36,6)	(33,7)	(27,1)	(45,5)	(32,1)	(58,8)	(17,6)	3,5%
Charges externes	(16,1)	(22,0)	(13,8)	(11,3)	(13,9)	(6,7)	(13,4)	(7,3)	(3,5%)
Charges de personnel	(19,3)	(26,1)	(19,7)	(14,1)	(14,5)	(7,6)	(16,0)	(8,0)	(3,5%)
Impôts et taxes	(0,5)	(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,3)	(0,4)	(0,8)	(0,3)	8,7%
Autres produits et charges d'exploitation	2,6	1,7	(4,5)	11,7	5,3	1,1	6,0	1,6	17,5%
Charges d'exploitation	(82,5)	(83,9)	(72,2)	(41,5)	(69,0)	(45,6)	(83,0)	(31,6)	0,1%
% croissance		1,7%	(13,9%)	(42,6%)	66,3%	-	20,3%	(30,8%)	
Ebitda⁽¹⁾	5,1	(26,6)	(31,9)	(0,5)	5,1	3,6	8,2	(1,3)	n.a.
Ebitda en % du CA	5,8%	(46,5%)	(79,3%)	(1,2%)	6,9%	7,4%	9,0%	(4,2%)	
Loyers IFRS 16	-	(7,9)	(2,4)	(2,6)	(2,0)	n.a.	(2,8)	n.a.	
Soit Ebitdaal	5,1	(34,5)	(34,4)	(3,1)	3,1	n.a.	5,4	n.a.	1,0%
Ebitdaal en % du CA	5,8%	(60,3%)	(85,2%)	(7,6%)	4,2%	n.a.	5,9%	n.a.	
Dotations aux amortissements	(3,2)	(4,6)	(5,4)	(5,2)	(4,8)	(2,6)	(4,8)	(2,3)	10,2%
Reprises / (dotations) de provisions	0,0	(11,4)	2,1	3,1	1,2	0,0	(0,3)	(0,1)	
Ebit	1,9	(42,6)	(35,2)	(2,5)	1,5	1,0	3,1	(3,7)	n.a.
Ebit en % du CA	2,2%	(74,4%)	(87,4%)	(6,2%)	2,0%	2,1%	3,4%	(12,2%)	
Résultat financier	(2,0)	(5,3)	(10,1)	(11,6)	(12,0)	(8,3)	(26,1)	(1,9)	
Résultat exceptionnel	(0,8)	(9,6)	(12,4)	(4,7)	(2,7)	(0,8)	(13,4)	(0,1)	
Impôts sur les sociétés	(1,6)	(7,8)	0,1	0,4	(0,3)	0,2	0,4	0,1	
Résultat net	(2,4)	(65,3)	(57,8)	(18,9)	(13,9)	(8,1)	(36,3)	(5,8)	n.a.
RN en % du CA	(2,8%)	(114,0%)	(143,5%)	(46,1%)	(18,7%)	(16,4%)	(39,8%)	(19,0%)	

(1) L'EBITDA présenté ici n'est pas retraité des provisions sur stocks et créances clients comme l'EBITDA ajusté publié dans les comptes annuels.

Durant l'exercice 2018/2019, le Groupe subit un important recul de son activité, avec un chiffre d'affaires de 57,3 m€ sur 15 mois, contre 87,6 m€ sur les 12 mois de l'exercice précédent. Cette baisse d'activité est la conséquence de tensions sur la trésorerie ne permettant alors pas au Groupe de produire et délivrer le carnet de commandes prévu, ainsi que de l'annulation de projets majeurs à la suite de la non-obtention de permis de construire ou de financements de certains clients importants. La même année, le Groupe opère par ailleurs une restructuration opérationnelle avec notamment la fermeture des sites industriels basés en Allemagne et en Suède. De plus, des coûts exceptionnels liés à la restructuration capitalistique et financière menée durant l'été 2019 sont provisionnés dans les comptes au 30 juin 2019. Avec une forte baisse d'activité et des coûts exceptionnels conséquents, le Groupe comptabilise une perte de 65,3 m€.

Au cours des exercices 2019/2020 et 2020/2021, le Groupe poursuit sa réorganisation opérationnelle en procédant à la fermeture de ses filiales MND Iberia et MND Swiss. Son activité est également fortement impactée par la crise sanitaire liée au covid 19 et les résultats nets sont à nouveau négatifs. L'exercice 2020/2021 correspond néanmoins à l'ambition du plan de restructuration « Succeed Together 2024 » avec un Ebitda proche de l'équilibre malgré un niveau d'activité toujours parmi les plus bas historiques. L'exercice 2021/2022 marque le retour à la rentabilité avec un taux de marge d'Ebitda de 6,9 %, à mettre en lien avec la hausse de plus de 80 % du chiffre d'affaires, qui permet de nouveau d'absorber les charges fixes.

L'exercice 2022/2023 confirme la dynamique positive du Groupe avec une croissance du chiffre d'affaires de 23 % par rapport à l'exercice 2022/2021 et un Ebitda également en nette amélioration, ce dernier s'établissant au 30 juin 2023 à 8,2 m€ soit 9 % du chiffre d'affaires. L'exercice constitue le point le plus haut de la période présentée tant en volume d'activité qu'en profitabilité.

La croissance de l'activité provient (i) du pôle enneigement & remontées mécaniques, qui a enregistré une croissance de 122 % en 2021/2022, puis 12 % en 2022/2023 avec la mise en service de nombreux équipements de transports

par câble et le développement de l'activité de la mobilité urbaine (avec notamment la constructions de plusieurs téléphériques urbains) et (ii) du pôle loisir et sécurité qui a enregistré une croissance de 69 % en 2023 à la suite de du développement par le groupe des « équipements touristiques 4 saisons ».

Les ventes en France représentent 49 % du chiffre d'affaires 2022/2023 contre 39 % pour l'exercice précédent, tandis que l'Europe et le reste du monde sont en repli en termes de proportion du chiffre d'affaires total. Le Groupe continue toutefois de développer son activité internationale, en remportant un appel d'offres pour l'aménagement « 4 saisons » du site de Chimgan en Ouzbékistan, pour un montant total de 100 m€.

L'amélioration de la marge d'Ebitda s'explique par une meilleure maîtrise de la structure de coûts, avec des charges de personnel en baisse comparativement au chiffre d'affaires, et une meilleure absorption des autres achats et charges externes du fait de l'augmentation du niveau d'activité. Ces améliorations ont permis de compenser la hausse des achats consommés en 2022/2023, liée à des effets mix d'activité et aux tensions sur les prix des matières premières.

Les dotations aux amortissements et IFRS 16 n'appellent pas de commentaire particulier.

Le résultat financier comprend le coût de l'endettement net, le coût de financement de l'affacturage et des cessions de créances de type Dailly⁸, et les intérêts payés sur les financements du Groupe. Il s'est fortement dégradé sur la période, représentant une perte de 26,1 m€ en 2022/2023 contre une perte de 12 m€ en 2021/2022. Sa dégradation est en partie liée aux pénalités de remboursement anticipé des financements levés auprès de Cheyne capital, capitalisés dans le cadre des opérations de restructuration.

Le résultat exceptionnel ressort en perte de 13,4 m€ au 30 juin 2023. Il est composé à hauteur de (i) 9,3 m€ des coûts de restructuration relatifs notamment à la fermeture d'une filiale, les départs de personnel et le transfert d'activité, de (ii) 2,2 m€ de pénalités, amendes et litiges liées notamment à la fin du partenariat avec la société Bartholet et de (iii) 1,8 m€ de moins-value de cession.

Malgré la bonne dynamique de l'activité, le résultat net du Groupe s'établit à -36,3 millions d'euros en juin 2023 contre de -8,1 m€ en 2022, fortement impacté par les coûts de restructuration et de réorganisation comptabilisés sur l'exercice.

L'activité du premier semestre de l'exercice 2023/2024 a diminué de 39 % par rapport à celle du premier semestre de l'exercice précédent. Cette évolution s'explique par un retard dans le démarrage du projet de Chimgan, en lien avec des problèmes administratifs, désormais résolus, et par les complications opérationnelles entraînées par la fin du partenariat avec la société Bartholet. Le pôle « Enneigement et remontées mécaniques » contribue au chiffre d'affaires semestriel à hauteur de 60 % et le pôle « Sécurité et loisirs » à hauteur des 40 % restants.

L'augmentation des charges opérationnelles sur le premier semestre est à mettre en lien avec une inflation persistante et avec des hausses de 8 % des charges externes et de 5 % des charges de personnel qui s'expliquent principalement par des investissements réalisés en avant-vente et en développement commercial de la nouvelle gamme d'appareils de transport par câble débrayable, ORIZON™, dévoilée mi-avril.

L'Ebitda enregistré sur les 6 premiers mois, impacté à la baisse par le niveau d'activité et les hausses de charges, est donc en net repli au 31 décembre 2023 (-1,3 m€). Le Groupe espère toutefois rattraper son retard sur le second semestre avec le démarrage effectif du projet de Chimgan.

Après ajout des charges de loyers IFRS 16 de -1,1 m€, des dotations aux amortissements de -1,2 m€ et d'un résultat financier de -1,9 m€, le résultat net ressort à -5,8 m€ au 31 décembre 2023.

⁸ Elle consiste, pour un créancier, à céder ses créances professionnelles ainsi que les garanties et sûretés y étant associées à un établissement de crédit. En contrepartie, le créancier reçoit de la banque le montant de ces créances sous forme d'avance.

3.2.1.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan de MND SA à compter de l'exercice clôt au 31 mars 2018 est présenté ci-après :

MND Bilan-Actif m€	31-mars-18 12 m.	30-juin-19 15 m.	30-juin-20 12 m.	30-juin-21 12 m.	30-juin-22 12 m.	31-déc.-22 6 m.	30-juin-23 12 m.	31-déc.-23 6 m.
Ecart d'acquisition	13,1	12,7	12,7	13,6	13,7	12,5	12,5	12,5
Frais de développement	6,8	6,9	2,2	2,3	2,0	3,8	3,5	3,0
Brevets, licences	2,3	2,2	1,8	3,5	3,4	3,1	1,0	1,0
Autres immobilisations incorporelles	6,4	6,9	4,3	4,1	5,5	7,1	12,6	17,0
Immobilisations incorporelles	28,7	28,7	21,0	23,4	24,6	26,5	29,5	33,5
Installations techniques, matériel	8,9	7,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8
Terrains et constructions	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Autres immos corporelles	2,3	1,3	1,1	1,2	1,4	1,5	1,5	1,4
Actifs liés aux droits d'utilisation	-	-	12,9	9,2	6,8	7,1	16,0	18,9
Immobilisations corporelles	11,6	9,2	14,8	11,4	9,3	9,6	18,6	21,6
Immobilisations financières	3,8	2,5	1,9	1,1	1,5	1,3	1,3	1,9
Impôts différés actifs	6,5	-	-	-	-	-	-	-
Actif immobilisé	50,6	40,4	37,7	36,0	35,4	37,4	49,4	57,0
Stocks	20,7	18,4	18,5	21,5	24,7	23,5	20,3	19,5
Créances clients	61,9	27,4	11,4	11,3	35,2	45,7	70,2	47,8
Créances fiscales	4,6	5,6	5,9	18,9	8,7	8,0	7,5	6,0
Débiteurs divers	9,8	5,1	4,0	5,6	5,9	4,3	6,9	7,6
Créances d'impôts	2,3	0,0	2,1	2,1	0,6	0,5	0,2	0,8
Autres actifs courants	2,4	1,4	1,5	0,7	1,0	0,9	1,0	9,3
Actif courant d'exploitation	101,5	58,0	43,4	60,2	76,2	82,9	106,0	91,1
Trésorerie et équivalents	0,8	0,4	5,6	10,0	5,1	3,3	0,6	0,5
Total actif	152,9	98,9	86,7	106,2	116,7	123,6	156,0	148,6

Au 30 juin 2023, l'actif immobilisé était composé :

- d'immobilisations incorporelles pour 29,5 m€ comprenant des écarts d'acquisition pour 12,5 m€, des frais de développement pour 3,5 m€, des brevets et licence pour 1 m€ et des autres immobilisations incorporelles pour 12,6 m€. Ces dernières sont principalement constituées par des coûts de développement en cours ;
- d'immobilisations corporelles pour 18,6 m€ comprenant des installations, terrains et autres immobilisations corporelles pour 2,6 m€ ainsi que de droits d'utilisation IFRS 16 pour 16 m€ ;
- d'immobilisations financières pour 1,3 m€, constituées essentiellement des dépôts de garantie versés par les sociétés filiales françaises aux sociétés propriétaires des bâtiments industriels des sites français et des cautions bancaires.

Au 31 décembre 2023, les principales variations des postes de l'actif immobilisé proviennent des autres immobilisations incorporelles (développements en cours) qui ont augmenté de 4,4 m€, et des actifs liés aux droits d'utilisation qui ont augmenté de 2,9 m€ en lien avec les extensions de bâtiments réalisées sur le 1^{er} semestre 2023/2024.

Au 30 juin 2023, l'actif courant d'exploitation était essentiellement composé par les stocks pour 20,3 m€, les créances clients pour 70,2 m€ (dont la forte augmentation est liée à la hausse de l'activité). Les autres éléments composant l'actif courant d'exploitation sont les créances fiscales pour 7,5 m€ et les débiteurs divers pour 6,9 m€ dont les variations au 31 décembre 2023 n'appellent pas de commentaire particulier.

Bilan-Passif m€	31-mars-18 12 m.	30-juin-19 15 m.	30-juin-20 12 m.	30-juin-21 12 m.	30-juin-22 12 m.	31-déc.-22 6 m.	30-juin-23 12 m.	31-déc.-22 6 m.
Capital social	13,1	18,0	13,2	2,5	2,5	2,5	70,8	70,8
Primes d'émission	27,4	29,5	53,1	18,0	11,6	2,3	66,6	66,6
Actions propres	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Autres réserves	(0,8)	(0,4)	(0,5)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,2)	(0,4)
Report à nouveau	(8,7)	(10,9)	(58,2)	(59,3)	(73,4)	(77,9)	(78,0)	(114,1)
Résultat de l'exercice	(2,4)	(65,3)	(57,8)	(18,9)	(13,9)	(8,1)	(36,3)	(5,8)
Interêts minoritaires	0,4	(0,1)	(1,9)	(1,7)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Capitaux propres	28,9	(29,5)	(52,4)	(59,9)	(73,9)	(81,9)	22,6	16,8
Engagements vers le personnel	0,8	0,9	0,9	0,9	0,2	0,3	0,3	0,3
Autres provisions	0,5	5,9	7,7	4,6	2,3	1,7	5,0	3,7
Provisions pour risques et charges	1,2	6,8	8,6	5,4	2,5	2,0	5,4	4,0
Autres passifs long terme	1,5	1,1	1,1	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7
Impôts différés passifs	0,2	1,6	1,4	1,1	1,0	0,9	0,6	0,5
Emprunts et dettes financières	70,1	66,3	82,7	99,3	115,3	138,4	25,7	41,5
Dettes sur obligations locatives	-	-	4,3	2,2	4,0	3,4	13,6	16,8
Emprunts et dettes assimilées	70,1	66,3	87,0	101,5	119,3	141,8	39,3	58,3
Dettes fournisseurs	34,9	32,5	18,5	15,9	31,8	28,5	44,2	31,6
Dettes fiscales et sociales	7,0	10,4	12,5	18,0	13,3	12,4	12,0	11,7
Dettes d'impôts	0,5	-	-	-	-	-	-	-
Autres créditeurs	4,6	3,8	1,2	0,2	1,2	2,0	1,9	8,0
Autres passifs courants	4,0	5,8	8,9	23,1	20,9	17,0	29,4	17,0
Passif courant d'exploitation	51,0	52,6	41,1	57,2	67,2	60,0	87,5	68,3
Total passif	153,0	98,9	86,7	106,2	116,7	123,6	156,1	148,6

Après plusieurs années de résultats déficitaires, résultat des diverses crises successives ayant impacté l'activité, le Groupe a été contraint de procéder à des opérations de recapitalisation. Le 10 mars 2023, MND a finalisé un accord de restructuration avec ses principaux partenaires financiers et réalisé une augmentation de capital réservée d'un montant global de 136,6 m€ par compensation de créances, souscrite par Cheyne et Cheydemont. Grâce à cette opération, Au 30 juin 2023, le montant des capitaux propres du Groupe atteignaient 22,6 m€ après un plus bas à -82 m€ à la fin du premier semestre 2022/2023. Toutefois, la perte de 5,8 m€ du 1^{er} semestre de l'exercice 2023-2024 a, de nouveau, contribué à leur dégradation.

Par cette opération, MND a considérablement réduit son niveau d'endettement, passant de 115,3 m€ au 30 juin 2022, à 25,7 m€ au 30 juin 2023. Il est désormais principalement constitué par le prêt de 21,5 m€ du FDES⁹, complété par diverses autres dettes (dette de crédit-bail, dette d'affacturage, avances ADEME). L'augmentation des dettes au 31 décembre 2023 s'explique par l'émission d'obligations souscrites par Cheyne Capital pour 15 m€, dans le cadre du plan d'investissement prévu pour le développement des projets de transport urbain et du financement du besoin en fonds de roulement du Groupe, dans le cadre du retard pris, notamment, sur le projet Chimgan.

Les autres éléments des emprunts et dettes assimilées comprennent principalement les dettes de loyers IFRS 16, qui s'élèvent à 13,6 m€ au 30 juin 2023, contre 4 m€ un an plus tôt. Cette augmentation est consécutive au renouvellement, en mars 2023, des contrats de location des bâtiments existants. Le projet d'extension et de création de nouveaux espaces de fabrication et d'assemblage sur le site industriel de Sainte-Hélène-du-Lac a été comptabilisé en juillet 2023, expliquant pour sa part, une hausse de près de 3 m€ des dettes locatives au 31 décembre 2023.

Au 30 juin 2023, les passifs courants d'exploitation sont composés par (i) les dettes fournisseurs pour 44,2 m€, en hausse par rapport à l'exercice précédent du fait de la hausse de l'activité, (ii) les dettes fiscales et sociales pour 12 m€, stables, et par (iii) les autres passifs courants composés d'acomptes clients reçus à hauteur de 25,3 m€ (contre 13,0 m€ pour l'exercice précédent) et de produits constatés d'avance pour 4,1 m€ (contre 7,9 m€ pour l'exercice précédent).

3.3 Présentation du plan d'affaires

Deux plans d'affaires nous ont été communiqués par le management de MND. Ils présentent des agrégats consolidés en IFRS, au format des comptes publiés par le groupe. Un premier plan (ci-après le « **Plan Initial** ») nous a été transmis le 8 avril 2024. Il avait été préparé par le management en février 2024 et validé par le Conseil

⁹ Fonds de Développement Economique et Social

d'administration de la Société. A la suite de la publication des comptes semestriels 2023/2024 décevants, avec notamment un chiffre d'affaires en retrait de 38,5 % par rapport au premier semestre 2022/2023, le management a pris la décision d'actualiser ce plan d'affaires afin de tenir compte des retards accumulés sur plusieurs projets et du décalage dans la perception des revenus qu'ils impliquent. Ainsi, le 15 avril 2024, un nouveau plan (ci-après le « **Plan Révisé** »), validé par le Conseil d'Administration, nous a été communiqué comprenant le réajustement de certaines hypothèses structurantes, s'agissant notamment de la dynamique de croissance des revenus.

Les méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le §4.3 infra s'appuient donc sur le Plan Révisé 2023/2024-2026/2027 du management.

3.3.1.1 Business model

Le *business model* du groupe repose principalement sur la conclusion de contrats d'aménagement de sites pouvant s'étendre sur des durées longues et se chiffrer à plusieurs dizaines de millions d'euros de chiffre d'affaires, comme cela a été le cas lors de l'obtention de l'appel d'offres en février 2023 pour le projet Chimgan en Ouzbékistan. Ainsi, les prévisions sont caractérisées par une incertitude significative, et ce à deux niveaux :

- Incertitude sur le niveau de chiffre d'affaires à moyen et long terme : au-delà des contrats déjà signés, les prévisions de revenus sont difficiles à estimer, notamment compte tenu de l'étroitesse du marché adressé et de son exposition aux risques climatiques.
- Risque de réalisation des projets : compte tenu de leur difficulté technique, de leur caractère international et de risques exogènes à la Société, des retards et les décalages dans la réalisation des projets sont possibles et difficilement anticipables. Les facteurs tels que des retards dans l'approbation des clients, des problèmes logistiques, de financement ou des contraintes réglementaires peuvent entraîner une dégradation importante des marges sur certains projets, des retards significatifs dans la génération de revenus attendus et, à court terme, des impacts importants en termes de trésorerie (financement du BFR).

En somme, la nature non récurrente de nombreux projets, combinée à l'incertitude quant au volume et à la durée de ces projets, crée un environnement commercial hautement volatil aggravant le caractère incertain par nature des prévisions. Cet aléa peut générer des pertes importantes lorsque le risque se matérialise, comme ce fut le cas lors de l'exercice 2018/2019, ou encore pendant la crise sanitaire de 2020, marqués par des décalages et des annulations de commandes de contrats et de projets.

3.3.1.2 Chiffre d'affaires

Au-delà du budget, le chiffre d'affaires est présenté sous une forme consolidée, sans détail sur la contribution par activité. Sur l'horizon 2023-2027, le management anticipe une croissance soutenue avec un taux de croissance annuel moyen de 12,6 %.

L'analyse du carnet de commandes au 31 décembre 2023 communiqué par le management permet toutefois de sécuriser 126,7 m€ de revenus futurs, dont 50,3 m€ seront facturés au cours du second semestre de l'année 2023/2024. Ce carnet de commandes est en forte progression par rapport au 31 décembre 2022 (67,9 m€), grâce notamment au projet Chimgan en Ouzbékistan signé en février 2023, mais il est toutefois en recul par rapport à celui au 30 juin 2023 (143,0 m€).

Les prévisions 2023/2024 et 2024/2025 du management s'appuient sur des contrats signés et sur des projets confidentiels encore en discussion. La croissance ultérieure a été modélisée à un rythme soutenu sans référence à des projets précis. Il en résulte que le management de la Société prévoit une croissance de plus de 60 % de son chiffre d'affaires annuel sur l'horizon du plan par rapport à celui de l'exercice 2023-2024.

Enfin, nous soulignons que nous avons eu accès au plan d'affaires utilisé lors de l'augmentation de capital réalisée début 2023. L'analyse de ce plan d'affaires nous conduit à constater que le chiffre d'affaires de 109 m€ anticipé sur l'exercice 2022/2023, n'a pas été atteint (91 m€ réalisés). L'écart sur la rentabilité opérationnelle est toutefois moins significatif, avec un EBIT attendu de 4,5 m€ contre 3,1 m€ réalisé.

3.3.1.3 EBITDA

La marge d'EBITDA du groupe est en progression sur les derniers exercices, en lien avec la croissance d'activité continue depuis l'exercice 2020/2021, marqué par la crise du Covid. Bien que la marge brute se dégrade sur cette période, passant de 39,5 % en 2020/2021 à 34,6 % en 2022/2023, la marge d'EBITDA augmente de 6,3 % à 8,7 % en raison d'une meilleure absorption des charges fixes, et notamment des charges de personnel et autres achats et charges externes, avant une nouvelle dégradation au 1^{er} semestre 2023-2024.

Dans ses prévisions, le management a modélisé un retour de la marge brute à 38,5 %, accompagnée d'une faible absorption supplémentaire des charges fixes, conduisant à une légère augmentation de la marge d'EBITDA qui passerait de 8,3 % en 2022/2023 à 10,3 % en 2026/2027. Il considère toutefois qu'il existe encore une marge de progression sur cet indicateur et se fixe un objectif à long terme de 15 %.

3.3.1.4 Autres éléments des flux de trésorerie

Le BFR du groupe est structurellement positif, avec notamment la présence des stocks nécessaires à certaines activités du groupe. Le BFR de l'activité reste toutefois très dépendant des conditions négociées et des éventuels retards sur chaque projet. Les prévisions transmises par le management reposent sur les contrats en cours. Nous avons, pour notre part, réalisé une analyse du BFR historique mensuel et observons que les niveaux de BFR/CA à la clôture des comptes en juin ne reflètent pas un niveau normatif. Calculé sur 12 mois et sur les 3 dernières années, le niveau de BFR/CA normatif semble se situer autour de 25% à 27%, niveau conforme avec les prévisions du management.

Le management prévoit des dépenses d'investissement (Capex) importants sur l'horizon 2024-2025, principalement induits par le développement de la nouvelle gamme débrayable "Orizon" et du projet « Cabline ». Les investissements anticipés reviennent à niveau moins importants à compter de 2026.

3.3.1.5 Prolongement du plan

En tenant compte :

- de la croissance en fin de plan encore anticipée par le management (16,9 % de croissance de chiffre d'affaires entre 2026 et 2027) ;
- des investissements importants prévus en début de plan et non encore totalement amortis à l'issue de celui-ci ;
- d'un objectif de marge d'EBITDA cible de 15 % fixé par le management, non encore atteint fin juin 2027 ;

nous avons considéré que l'horizon du plan ne permettait pas d'atteindre une situation normative, nécessaire à la détermination d'une valeur terminale dans l'approche DCF développée §4.3.2 infra.

Dans ce contexte, nous avons prolongé de 5 ans le *business plan* établi par le management, cette approche permettant la modélisation d'une convergence progressive de la croissance du chiffre d'affaires, du ratio investissements sur amortissements et de la marge d'EBITDA vers leurs niveaux retenus pour construire l'année normative.

Nous relevons par ailleurs le caractère volontariste du niveau de marge d'EBITDA cible fixé par le management au regard des marges réalisées et anticipées pour les sociétés comparables du secteur (de l'ordre de 13 % en moyenne) et des marges historiques réalisées par la société (5,1 % en moyenne depuis 2018, si nous ne tenons pas compte des exercices en pertes). Les autres éléments des flux de trésorerie ont été déterminés à partir des niveaux atteints la dernière année du plan du management, ce qui constitue une autre hypothèse optimiste s'agissant des niveaux d'investissements induits, des phases de R&D cycliques semblant être nécessaires au développement de la Société.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir examiné les opérations liées à l'Offre et avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur un nombre d'actions inscrites à la cote, ajusté des actions auto détenues par MND au 31 décembre 2023, soit 70 834 769 actions, détaillé comme suit :

MND	2-mai-24
Nombre d'actions pris en compte	
Nombre d'actions inscrit à la cote	70 840 049
Actions autodétenues	(5 280)
Plan d'AGA 2023 n°1	849 832
Plan d'AGA 2023 n°2	849 832
Plan d'AGA 2023 n°3	212 458
Plan d'AGA 2023 n°4	212 458
Nombre d'actions dilué retenu⁽¹⁾	70 834 769

(1) Hors plans d'AGA "hors de la monnaie"

En 2023, la société a attribué un total 2 124 580 actions gratuites au profit de mandataires et de salariés de la Société en quatre phases successives. Le règlement du plan prévoit une période d'acquisition de 18 mois suivie d'une période de conversation de 12 mois. Dans ce contexte, les actions gratuites seront acquises au plus tôt le 9 novembre 2024. Les plans d'action gratuites sont également assortis de conditions de performance, basées sur les objectifs du plan stratégique « Succeed Together », dont l'atteinte n'est pas anticipée dans le plan d'affaires utilisé dans les méthodes d'évaluation développées infra¹⁰.

Dans ce contexte, nous n'avons pas tenu compte de l'effet dilutif de l'émission de ces actions gratuites dans nos travaux d'évaluation.

¹⁰ Par exemple, constatation d'un EBITDA de 12 m€ dans les comptes arrêtés au 30 juin 2024 pour le plan n°1, constatation d'un EBITDA de 15 m€ dans les comptes arrêtés au 30 juin 2025 ou d'un EBITDA 2024 + 2025 cumulé supérieur à 27 m€ pour le plan n°2.

4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La position financière nette au 31 décembre 2023 retenue a été déterminée à partir des comptes consolidés semestriels de MND. Les montants de dette financière¹¹ et de disponibilités ont été ajustés des éléments suivants :

MND		
Eléments de passage de la VE à la VCP		
k€	30-juin-23	31-déc.-23
Dette financière	(25,7)	(41,5)
Disponibilités et équivalents	0,6	0,5
Position financière nette	(25,1)	(40,9)
Intérêts minoritaires	(0,1)	(0,0)
Provisions pour R&C	(5,0)	(3,7)
Engagements envers le personnel	(0,3)	(0,3)
Autres passifs long terme	(0,7)	(0,7)
Impôts différés passifs	(0,6)	(0,5)
Autres éléments	(6,8)	(5,2)
Total avant déficits reportables	(31,8)	(46,1)
Valeur présente des déficits reportables	12,5	12,5
Total après déficits reportables	(19,3)	(33,6)

De manière plus détaillée, ces éléments de passage sont constitués par :

- Les provisions pour risques et les provisions pour charges, reprises pour leur montant au bilan ;
- Les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi, reprises pour leur montant au bilan ;
- Il n'a pas été tenu compte des actifs financiers au bilan ceux-ci étant constitués de dépôts et cautionnements, que nous considérons nécessaires à l'activité ;
- Les impôt différés, comptabilisés en passifs non courants par la Société et non intégrés au BFR modélisé dans le plan d'affaires, qui intègrent l'actif d'impôt différé afférent aux engagements envers le personnel ;
- Les autres passifs long terme, comptabilisés en passifs non courants par la Société et non intégrés au BFR modélisé dans le plan d'affaires ;
- La valeur présente des stocks de déficits reportables accumulés au 31 décembre 2023. Cette valeur a été déterminée en estimant la valeur totale actualisée¹² des économies fiscales générées par leur imputation dans le cadre du plan d'affaires du management prolongé par nos soins, dans le respect des limites prévues par la loi française¹³.

4.1.3 Indemnités potentielles dans le cadre de litiges en cours

Des demandes d'indemnités significatives ont été formulées par la Société dans le cadre de deux litiges en cours. Compte tenu du caractère très aléatoire de l'issue de ces litiges¹⁴, des montants substantiels qui pourraient être perçus et du délai qui sera nécessaire pour parvenir à une décision de justice, l'estimation de la probabilité d'obtention des montants demandés est impossible.

A défaut de pouvoir mettre en œuvre une approche d'évaluation pertinente sur ce point et du fait des montants très significatifs demandés par la Société, nous avons fait le choix de présenter dans notre analyse des scénarios qui tiennent compte de notre appréciation de l'impact financier de ces litiges en retenant une approche de valorisation maximaliste.

Dans ce contexte, nous avons calculé la valeur présente des indemnités qui seraient potentiellement perçues, après prise en compte des frais juridiques et de l'impôt sur les sociétés, à un horizon de perception fixé arbitrairement la

¹¹ Hors dette de loyer IFRS 16, cette charge ayant déjà été déduite des flux de trésorerie prévus dans le plan d'affaires.

¹² A un taux identique à celui retenu dans l'approche DCF.

¹³ Imputation annuelle limitée à un plafond fixé à 1 million d'euros augmenté de 50 % du résultat imposable de l'année.

¹⁴ Sur l'un des deux litiges, la Société a été déboutée de ses demandes en première instance et a fait appel de la décision.

dernière année du plan d'affaires extrapolé par nos soins afin de refléter une durée probable des procédures en cours.

L'application de cette méthode conduit à estimer la valeur présente du montant qui pourrait hypothétiquement être perçu dans ce cadre par la Société, à 0,3 € par action.

Compte tenu des éléments décrits supra, nous insistons sur le fait que cette approche n'est présentée qu'à titre indicatif, en l'absence de possibilité d'évaluation fiable, même probabilisée¹⁵, des conséquences financières des décisions de justice à venir.

4.1.4 Taux d'actualisation

Comme présenté dans le tableau ci-dessous, le taux d'actualisation appliqué à l'approche DCF a été déterminé à partir des données publiées par Fairness Finance¹⁶. Elles représentent un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque.

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	30-avr.-24					
		zone euro	Secteur	MND			
				f.basse	Levier Société	Levier secteur	f.haute
Estimation du bêta anticipé :							
Bêta de l'actif économique	β_u	0,87	1,00	0,79	1,00	1,00	1,18
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20,7 %	13,0 %	71,8 %	32,6 %	13,0 %	13,0 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{is}	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,09	1,20	1,24	1,09	1,29
TRI implicite ex-ante du marché	TRI_M	8,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %	8,9 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_D	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_B	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_D + \Pi_B + \Pi_{AAA}$	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3,5 %	3,8 %	4,2 %	4,4 %	3,8 %	4,6 %
Prime de taille observée	A	-	0,8 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,7)%	(0,7)%	(0,7)%	(0,7)%	(0,2)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	0,1 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	5,0 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	8,9 %	9,3 %	14,3 %	14,4 %	13,9 %	15,1 %
Taux sans risque	R_f	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Spread de crédit	S_C	1,0 %	1,5 %	4,3 %	3,8 %	3,6 %	3,6 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,6 %	4,1 %	7,0 %	6,5 %	6,3 %	6,3 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dis} = k_d \times (1 - T_{is})$	2,6 %	3,1 %	5,2 %	4,8 %	4,6 %	4,6 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	17,1 %	11,5 %	41,8 %	24,6 %	11,5 %	11,5 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dis} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	7,8 %	8,6 %	10,5 %	12,0 %	12,8 %	13,9 %
Inflation cible EUR	i_E	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_P	1,9 %	1,9 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_E) \times (1 + i_P) / (1 + i_E) - 1$	7,8 %	8,6 %	10,2 %	11,8 %	12,5 %	13,6 %

Cette approche du taux d'actualisation repose sur des données observées sur les marchés financiers, décomposées pour faire apparaître les différentes primes de risques complémentaires, nécessaires pour pouvoir appliquer une approche MEDAF¹⁷ du coût des fonds propres à des flux futurs.

¹⁵ D'un point de vue technique, un parallèle pourrait être fait ici avec les approches actuarielles mises en œuvre par les assureurs, mais celles-ci nécessitant la diversification du risque sur un très grand nombre d'événements aléatoires, elles ne peuvent pas non plus être mises en œuvre au cas d'espèce.

¹⁶ Le site Fairness finance est publié par le cabinet BM&A, et fournit chaque mois des paramètres de marché (prime de risque des actions, calcul de la décote de taille, bêta sectoriel). Pour une présentation du modèle : <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml>

¹⁷ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation :

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite ex-ante observé sur un échantillon de 1 175 sociétés cotées de la zone euro au 30 avril 2024 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des emprunts à 10 ans des états de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions.
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligations *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les larges caps, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance¹⁸).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas** de l'actif économique (désendetté) retenues : cf. annexe 8.3.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement¹⁹ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille de MND ajusté des éléments suivants :
 - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta²⁰ de chacun des sous-segments de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
 - correction des biais de prévisions *small cap* en retirant le risque de défaut lié à la notation moyenne des *small cap* pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit B+²¹. Compte tenu de la situation de retournement dans laquelle se trouve la Société, un surcroît de prime de risque aurait pu être envisagé de notre part.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 30 avril 2024 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée B+ et une maturité de 5 ans.
- **Levier cible** : Levier moyen exprimé en valeur d'entreprise (dette financière nette rapportée à la somme de la capitalisation boursière et de la dette financière nette), estimé à partir de la structure financière de la Société au 31 décembre 2023, en considérant les obligations simples émises par Cheyne Capital comme des quasi-fonds propres. Nous avons également recoupé cette hypothèse en déterminant le levier moyen des sociétés comparables cotées et avons retenu la première option, celle-ci conduisant à un taux plus favorable à l'actionnaire minoritaire.

¹⁸ Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.

¹⁹ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

²⁰ Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.

²¹ Déduit de notre analyse des comptes de MND et confirmé par le modèle de notation multicritères proposé par LSEG Eikon.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe de MND au 31 décembre 2023 s'établissent à 16,8 m€, soit 0,24 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 278 % par rapport à cette référence.

4.2.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode, généralement mise en œuvre pour évaluer des sociétés holding à caractère financier, consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation, plus particulièrement adaptée à l'évaluation des sociétés holding, consisterait donc à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, développée infra.

La Société établissant des comptes consolidés, nous avons considéré les méthodes visant à évaluer directement l'actif économique du Groupe (actualisation de flux de trésorerie, comparables boursiers) comme plus pertinente que la méthode de l'actif net réévalué.

4.2.3 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons le modèle DCF aux deux approches mentionnées supra, car il lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

Étant donné que MND n'a plus réalisé de bénéfices depuis l'exercice clôturé en mars 2017, qu'aucun dividende n'a été distribué lors des derniers exercices et que le groupe ne prévoit pas d'en verser dans les prochaines années, nous considérons que l'application de cette méthode n'est pas pertinente.

4.2.4 Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers

La Société n'étant suivie que par un seul analyste, opérant dans le cadre du contrat de liquidité signé entre la société et la banque présentatrice, nous avons considéré que cette approche n'était pas pertinente au cas d'espèce.

A titre purement indicatif, nous relevons toutefois que les objectifs de cours publiés par l'analyste sont en baisse constante depuis 2023 (1,1 € le 30 octobre 2023 abaissé à 0,8 € le 1^{er} mars 2024, niveau confirmé dans sa dernière note publiée le 29 avril 2024).

4.2.5 Approche par référence à des multiples de transactions comparables

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Nous considérons que cette approche n'est pas applicable au cas d'espèce dans la mesure où :

- Un échantillon pertinent de transactions visant des cibles suffisamment proches de MND n'a pas pu être établi compte tenu des caractéristiques particulières de la Société (secteur d'activité très spécifique, difficultés financières et opérationnelles, ...).
- Les conditions financières auxquelles les quelques transactions qui auraient éventuellement pu être retenues ne sont pas publiques.
- la méthode comporte, la plupart du temps, des biais : manque de fiabilité et non exhaustivité de l'information disponible, caractère unique de chaque négociation, comparabilité de l'activité des cibles retenues et retraitement de la prime de contrôle payée pour les transactions majoritaires notamment.

4.2.6 Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société

La dernière transaction significative ayant eu lieu sur le capital de la société remonte à mars 2023, lors de la conversion des créances Cheyne et Cheydemont d'un montant de 136,6 m€, en capital à un prix d'émission de 2 € par action, dans un contexte de restructuration financière du groupe. L'annonce du prix d'émission a été faite le 12 janvier 2023. A cette date, le cours moyen 20 jours de MND ressortait proche de 2,55 €. L'expert indépendant qui était intervenu à l'époque évaluait l'action MND par la méthode DCF à 1,94 €.

Nous avons cherché à expliquer l'évolution de la valeur des capitaux de propres de MND sur la période 2023-2024. L'appréciation du différentiel de valeur se fait principalement par (i) l'analyse de l'évolution de la valeur d'entreprise, en comparant les réalisations aux prévisions de 2023 et, (ii) celle de la position financière nette.

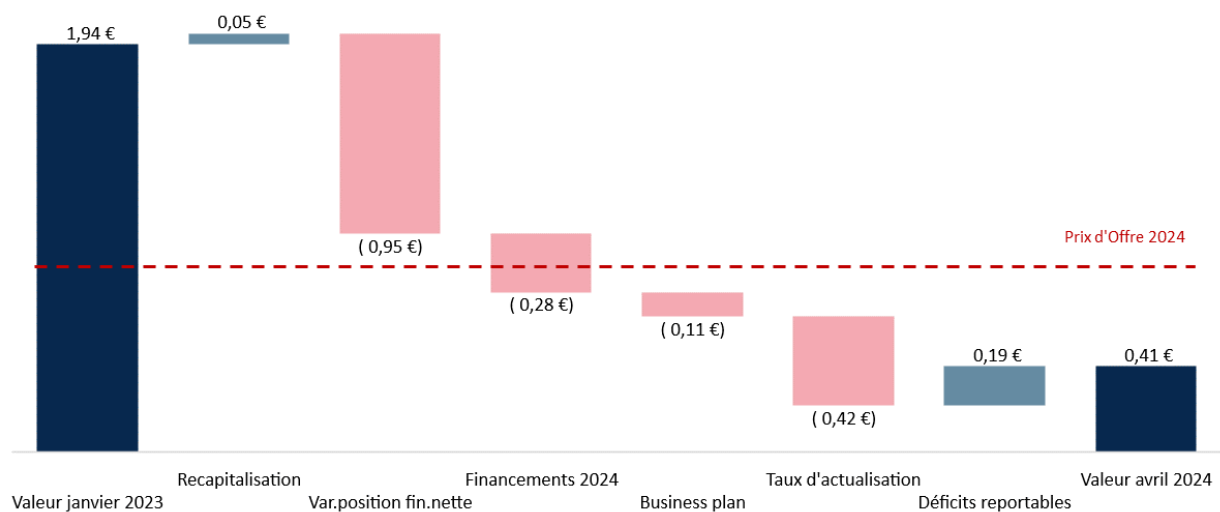
Concernant l'exercice 2022-2023, le plan d'affaires utilisé par l'expert anticipait un résultat net de -2,9 millions d'euros là où le résultat réel s'est avéré être de -36,1 m€. Cet écart s'explique principalement par :

- l'omission de 13,4 millions d'euros de pénalités de remboursement anticipé concernant les créances Cheyne et Cheydemont de 136,6 millions d'euros ;
- une sous-évaluation de 7,3 millions d'euros des autres charges financières, principalement attribuables aux intérêts sur la tranche A des créances Cheyne et Cheydemont ;
- une sous-estimation des pertes exceptionnelles de 11,9 millions d'euros, comprenant notamment un montant de 8,6 m€ liés à la restructuration du Groupe ;

Cette valeur s'explique par ailleurs par l'utilisation d'un taux d'actualisation de 10,7 %, justifié notamment par un bêta sectoriel désendetté de 0,66 basé sur un échantillon de cinq sociétés dont le *business model* ne nous paraît pas assez comparable à celui de MND. Par exemple, Eiffage et Vinci, en plus d'être d'une taille très supérieure à MND, génèrent une part significative de leur chiffre d'affaires à partir de concessions, offrant des revenus récurrents et prévisibles. La Compagnie des Alpes gère des complexes sportifs, notamment des stations de ski. Le coefficient bêta calculé pour Abeo n'est pas significatif d'un point de vue statistique, ce qui conduit mécaniquement à le sous-évaluer. In fine, les hypothèses retenues ont eu un effet positif sur la valeur, effet dont ont bénéficié les actionnaires minoritaires à l'époque.

Nous quantifions infra les différents effets expliquant la différence de valeur entre les travaux d'évaluation de début 2023 et les nôtres :

Bridge de valeur de l'action MND par la méthode DCF entre 2023 et 2024



Nous relevons qu'au-delà de toute considération technique d'évaluation, la seule prise en compte de la recapitalisation, des pertes subies depuis et du besoin de financement pour 2024, aurait fait évoluer la valeur de 1,94 € par action MND estimée par l'expert en 2023, à un niveau 0,76 € mi 2024, sur lequel le prix d'Offre offre une prime de 18,0 %.

4.3 Critères et méthodes retenus

4.3.1 Approche par référence au cours de bourse

MND est une société cotée dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Growth (FR00140050Q2-ALMND). Avec un flottant de seulement 2,2 %, au 2 mai 2024, date de suspension du cours en attente de l'annonce de l'Offre, le marché du titre MND est particulièrement étroit. Ce constat se retrouve dans la rotation du capital sur 12 mois, qui s'est limitée à 0,8 %. La rotation du flottant ressort toutefois nettement plus significative à 36,2 %²². Compte tenu de ce qui précède, le cours de l'action se trouve à l'extrême limite des critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	10,60	0,76	6,07	5 895 840	7 637	9,79%	26,96%	100,00%
24 mois	3,75	0,76	2,01	1 527 615	2 978	3,74%	99,96%	100,00%
12 mois	1,80	0,76	1,05	553 078	2 160	0,78%	36,19%	100,00%
6 mois	0,93	0,76	0,80	305 327	2 462	0,43%	19,93%	100,00%
3 mois	0,84	0,76	0,78	144 773	2 373	0,20%	9,44%	100,00%
20 jours de bourse	0,80	0,76	0,77	87 953	4 398	0,12%	5,74%	100,00%
Spot	0,78	0,77	0,78	1 963	1 963	0,00%	0,13%	

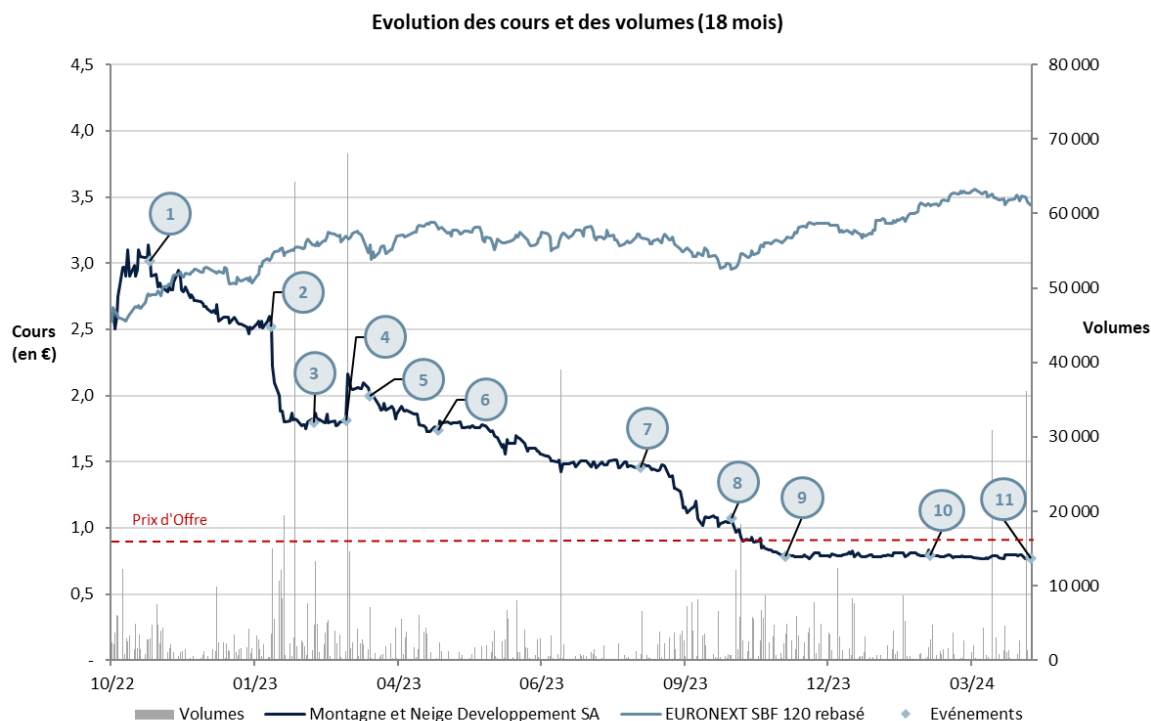
(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Performance absolue	Société	Indice de référence	Prime (décote) vs. offre	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾
36 mois	(91,95)%	20,90%	36 mois	(91,51)%	18,42%	(85,16)%
24 mois	(77,49)%	19,20%	24 mois	(76,00)%	18,42%	(55,27)%
12 mois	(56,99)%	6,21%	12 mois	(50,00)%	18,42%	(14,07)%
6 mois	(14,41)%	12,03%	6 mois	(3,23)%	18,42%	12,53%
3 mois	(2,28)%	4,16%	3 mois	7,14%	17,80%	15,02%
20 jours de bourse	(0,26)%	(2,77)%	20 jours de bourse	12,50%	17,80%	16,26%
			Spot	14,80%	16,58%	15,95%

²² Cette rotation de capital doit toutefois être relativisée, le contrat de liquidité signé avec Gilbert Dupont ayant représenté 12 % des volumes échangés entre le 3 juillet et le 31 décembre 2023.

Dans ce contexte, nous considérons le cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence pertinente mais qui ne permet pas à elle seule de conclure à l'équité du prix d'Offre proposé. In fine, nous retenons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur les périodes de 20 jours à 6 mois, soit une valeur de l'action MND comprise entre 0,77 € et 0,80 €.

4.3.1.1 Revue historique du cours de bourse



Le 28 octobre 2022 (①), le groupe publie ses résultats annuels 2021/2022. Conformément à ce qui avait déjà été annoncé, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 74,1 m€, soit une croissance de 81 % par rapport à l'exercice précédent, marqué toutefois par la crise du Covid 19. Cette croissance permet au groupe de retrouver un résultat opérationnel courant positif (1,5 m€ vs -2,5 m€ en n-1). Cette marge opérationnelle ne permet toutefois pas de couvrir les charges d'intérêts payé par le Groupe compte tenu des dettes accumulées, et le résultat net ressort significativement négatif à 13,9 m€. Le Groupe confirme à cette occasion qu'un assainissement de la structure financière devrait avoir lieu d'ici fin 2022, avec une probable incorporation au capital de certaines créances. Par ailleurs, la Société confirme l'objectif d'une croissance de l'activité et de la rentabilité pour l'exercice 2022/2023. Une baisse du cours de 4 % est constatée le jour de l'annonce, portant celui-ci à 2,9 €. Nous observons par la suite une tendance baissière jusqu'à fin 2022, avec un cours de l'action en baisse aux alentours de 2,5 € à la fin de l'année.

Le 12 janvier 2023 (②), le groupe annonce un plan de restructuration financière du groupe incluant un renforcement des liquidités de 20,7 m€, l'allongement du prêt octroyé par l'Etat français et surtout la conversion des créances Cheyne et Cheydemont de 136,6 m€ en capital à un prix d'émission de 2 € par action. Le cours, situé au-dessus de 2,5 € avant cette annonce, baissera rapidement en dessous du prix de conversion annoncé et finira par se stabiliser à niveau proche de 1,8 € une semaine après l'annonce, soit une baisse de l'action de l'ordre de 29 %.

Le 7 février 2023 (③), MND publie son chiffre d'affaires du 1er semestre 2022/2023, en hausse de 24 % par rapport à l'exercice précédent. Le groupe en profite pour confirmer ses objectifs de croissance de l'activité et de la rentabilité pour l'exercice 2022/2023. Cette annonce n'a eu que peu d'effet sur le cours de bourse, avec une hausse de 3,8 % le jour suivant l'annonce, immédiatement suivie d'une baisse de 3,5 % le jour d'après.

Le 28 février 2023 (④), MND déclare avoir remporté l'appel d'offres international pour l'aménagement « 4 saisons » du site de Chimgan en Ouzbékistan pour un montant total de 100 m€. Les investisseurs réagissent positivement à cette annonce : le cours de bourse bondit de 19,5 % le jour même, à 2,2 €.

Le 14 mars 2023 (⑤), le groupe annonce la réalisation définitive de l'incorporation au capital des créances Cheyne et Cheydemont avec un niveau de fonds propres post-opération estimé à seulement 32 m€, et ce malgré la conversion de la créance de 136,6 m€ en capital pour un montant des fonds propres de -73,9 m€ au 30 juin 2022. Cet écart se justifie par une aggravation des pertes pour un montant supérieur à 30 m€ sur l'exercice 2022/2023. Le cours de bourse diminue de 2,9 % le jour de l'annonce, et de 9,5 % sur l'ensemble de la semaine suivant la publication, pour atteindre 1,9 €. Une tendance baissière s'enclenche à nouveau à partir de cette date.

Le 30 avril 2023 (⑥), le groupe publie ses résultats semestriels 2022/2023, avec un chiffre d'affaires en hausse de 24 %. La marge d'EBITDA ajustée est en revanche en baisse à 7,4 % (vs 12,1 % en n-1). MND confirme ses objectifs de croissance de l'activité et de la rentabilité pour l'exercice 2022/2023. Le cours de bourse progressera de 4 % le lendemain de l'annonce et ralentira temporairement sa tendance baissière, qui reprendra fin mai jusqu'à début juillet 2023 pour atteindre un cours de 1,5 €.

Le 31 août 2023 (⑦), MND publie un chiffre d'affaires 2022/2023 de 94 m€, en hausse de 27 % par rapport à 2021/2022. Le groupe annonce un objectif de revenus de 100 m€ pour l'année 2023/2024, accompagné d'une amélioration de la rentabilité. Nous n'observons pas de variations significatives du cours à la suite de ces annonces. Toutefois, une forte tendance baissière sera observée dès mi-septembre jusqu'à mi-octobre, avec un cours qui passera de 1,5 € à 1,0 €.

Le 27 octobre 2023 (⑧), le groupe publie ses résultats 2022/2023. Malgré une croissance du chiffre d'affaires de 27 % sur la période, le groupe annonce une baisse de sa marge d'EBITDA ajusté, qui passe de 8,5 % à 7,6 %. Il annonce également une perte de 36,7 m€ en raison du résultat financier, incluant les charges d'intérêts de la dette ainsi que des frais de pénalités importants au titre du remboursement anticipé des créances Cheyne et Cheydemont, converties en capital. Le groupe confirme ses objectifs pour 2023/2024. Ces annonces entraîneront une baisse du cours de plus de 9 % au cours de la journée et seront suivies d'une nouvelle phase baissière, le prix de l'action se dégradant progressivement jusqu'à atteindre 0,8 € à fin novembre 2023.

Le 30 novembre 2023 (⑨), le Groupe publie un communiqué annonçant l'arrêté définitif des comptes 2022/2023 et l'ajustement de son chiffre d'affaires et de son l'EBIT pour des montants peu significatifs et la confirmation de ses objectifs pour 2023/2024. Le cours n'évolue pas à la suite de ces annonces.

Le 29 février 2024 (⑩), MND publie son chiffre d'affaires du 1er semestre 2023/2024, en baisse de 38 % par rapport à n-1, notamment du fait (i) d'un décalage dans le démarrage du projet Chimgan en Ouzbékistan et, (ii) de l'arrêt brutal du partenariat avec la société Bartholet à la suite de son acquisition par l'italien HTI. Le Groupe annonce également un EBITDA ajusté négatif sur ce premier semestre, et une révision à la baisse des objectifs sur l'ensemble de l'année 2023/2024 (qui prévoyait jusque-là un chiffre d'affaires de 100 m€ et une augmentation de la rentabilité opérationnelle). Le cours n'évoluera pas à la suite de ces annonces.

Le 3 mai 2024 (⑪), la Société demande la suspension de la cotation de l'action MND.

Le 6 mai 2024, la Société dépose un projet d'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix de 0,9 € par action MND.

4.3.2 Approche par l'actualisation de flux de trésorerie (DCF) :

Les flux de trésorerie d'exploitation sur lesquels reposent cette approche sont ceux du plan du management, détaillés §3.3 supra, prolongé par nos soins jusqu'en 2032.

NB : Pour rappel, les frais de cotations supportés actuellement par MND ont été retraités de l'EBITDA.

4.3.2.1 Hypothèses normatives

Nous avons reconstitué un jeu d'hypothèses normatives en nous basant sur les prévisions du management :

- La croissance du chiffre d'affaires a été modélisée par convergence linéaire du taux de croissance prévu en dernière année du plan (16,9%) avec le taux de croissance à l'infini (1,9 %).

- Le taux de marge d'EBITDA cible a été fixé par le management à 15 % (y compris CIR), soit une marge normative d'EBITDAal que nous estimons aux alentours de 13 %. Cet objectif est cohérent avec le taux de marge d'EBITDA retenu par l'expert indépendant lors de l'augmentation de capital réalisé début 2023 (16,3 %). Il apparaît toutefois volontariste si nous le comparons aux marges historiques délivrées par MND sur la période récente (plus haut sur la période 2015-2023 se situant à environ de 9 %) et se situe dans la fourchette haute des références relevées chez les sociétés comparables, qu'il s'agisse des concurrents non cotés (Poma, Leitner, Doppelmayr, Gassner Stahlbau; fourchette haute de l'ordre de 13,5%, moyenne de l'ordre de 7,5 %) mais cohérent avec le niveau moyen relevé sur les sociétés cotées (cf. échantillon de comparables boursiers utilisé infra, pour lequel le consensus des analystes financiers anticipe une marge moyenne d'EBITDAal de 12,5 % en 2025).
- S'agissant des investissements, nous avons prolongé les hypothèses de fin de plan du management qui modélise un niveau récurrent couvrant les investissements R&D ainsi que les investissements de maintenance de l'outil industriel. Globalement, le niveau normatif des investissements rapportés au chiffre d'affaires retenu dans nos travaux ressort proche de 2,9 %.
- Les dotations aux amortissements ont été modélisées pour permettre une convergence vers un niveau légèrement inférieur à celui de investissements en année normative, fixé en tenant compte du rythme de renouvellement des actifs et des effets de l'inflation.
- L'impôt sur les sociétés a été estimé par nos soins sur la base des taux marginaux en vigueur en 2023 en France. Le taux cible normatif ressort ainsi à 25 %.
- Concernant le niveau de BFR normatif, nous avons retenu le ratio de BFR/CA cible prévu par le management, soit 22,7 % du chiffre d'affaires. Ce ratio est cohérent avec les ratios mensuels fournis par le management sur les 36 derniers mois précédent le 31 décembre 2023.
- Une hypothèse de reconduction à l'infini du CIR a été retenue, pour un montant représentant environ 500 k€ estimé par le management.

4.3.2.2 Résultats de l'approche :

Les flux actualisés à un taux de 11.8 % (cf. §0 supra) valorise l'actif économique de MND à 62,1 m€.

MND	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	2,7
Cash flow terminal	14,5
Valeur terminale	147,4
Valeur présente de la valeur terminale	59,4
Valeur d'entreprise	62,1
Position financière nette	(40,9)
Autres éléments	(5,2)
Litiges	-
Valeur des déficits reportables	13,2
Valeur des capitaux propres	29,2
Nombre d'actions retenu	70 834 769
Valeur en € par action	0,41 €

Après ajustement des éléments de passage détaillés §4.1.2 supra, la valeur des fonds propres ressort à 29,2 m€, soit une valeur par action MND de 0,41 €. La prise en compte des éventuels montants perçus au titre des contentieux en cours (cf. § 4.1.3.) conduirait à une valeur centrale de 0,73 € par action MND.

Analyses de sensibilité :

MND		CMPC				
		10,9 %	11,4 %	11,9 %	12,4 %	12,9 %
g [∞]	1,5 %	0,55	0,45	0,37	0,29	0,22
	1,7 %	0,57	0,47	0,38	0,30	0,23
	1,9 %	0,61	0,51	0,41	0,33	0,25
	2,1 %	0,63	0,53	0,43	0,35	0,27
	2,3 %	0,66	0,55	0,45	0,36	0,28

MND €		Marge d'EBITDA cible				
		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Ratio BFR/CA cible	(2,0)%	0,31	0,38	0,45	0,51	0,57
	(1,0)%	0,30	0,36	0,43	0,49	0,55
	-	0,28	0,34	0,41	0,47	0,54
	1,0 %	0,26	0,32	0,40	0,46	0,52
	2,0 %	0,24	0,31	0,38	0,44	0,50

MND m€		Marge d'EBITDA cible				
		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Ratio Capex/CA cible	(1,0)%	0,15	0,22	0,28	0,34	0,40
	(0,5)%	0,22	0,28	0,34	0,40	0,47
	-	0,28	0,34	0,41	0,47	0,54
	0,5 %	0,34	0,41	0,47	0,54	0,60
	1,0 %	0,41	0,47	0,54	0,60	0,67

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de ce ratio cible correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

4.3.3 Approche par les multiples de sociétés cotées comparables

En préambule à la mise en œuvre de la méthode, nous tenons à souligner qu'il n'existe pas de société cotée avec un activité comparable à celle de MND, avec pour conséquence des biais de comparaison liés notamment au cycle des différents marchés et aux perspectives de croissance. Nous ne présentons donc cette approche qu'à titre secondaire dans le but de recouper les résultats obtenus par l'approche DCF.

Pour la mise en œuvre de l'approche, nous avons sélectionné un échantillon large de dix sociétés actives dans des secteurs adjacents à celui de MND, en termes de marché adressé comme de *business model*. Ainsi, les sociétés retenues sont actives dans la fabrication, la fourniture et l'installation d'équipements ferroviaires, ainsi que la construction, la maintenance et le développement d'infrastructures de transport. Ces sociétés comparables cotées font l'objet d'une présentation détaillée en annexe 7.6.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 30 avril 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour le chiffre d'affaires et l'EBITDAa1²³, calendarisés pour tenir compte d'un exercice décalé au 30 juin :

Société	VE(en m€) ⁽¹⁾	VE / CA (x)			VE / EBITDAa1 (x)			Marge d'EBITDAa1 (en %)		
	30/04/2024	30-juin-24	30-juin-25	30-juin-26	30-juin-24	30-juin-25	30-juin-26	30-juin-24	30-juin-25	30-juin-26
Westinghouse Air Brake Technologies Corp	28 632,8	3,1x	2,9x	2,7x	15,6x	14,0x	12,9x	19,6%	20,5%	21,0%
Knorr Bremse AG	11 692,6	1,5x	1,4x	1,4x	10,0x	9,2x	8,4x	14,8%	15,7%	16,4%
Alstom SA	7 555,8	0,5x	0,4x	0,4x	5,2x	6,3x	5,3x	8,7%	6,8%	7,7%
Stadler Rail AG	2 893,5	0,8x	0,7x	0,6x	9,1x	8,0x	6,6x	8,3%	9,0%	9,6%
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles SA	988,3	0,3x	0,2x	0,2x	3,6x	3,2x	3,0x	7,0%	7,5%	7,7%
Talgo SA	789,2	1,2x	1,2x	1,1x	10,4x	9,4x	8,5x	11,7%	12,6%	13,3%
Ferrovial SE	17 708,8	2,0x	2,0x	1,9x	16,8x	13,5x	12,1x	12,2%	14,6%	15,7%
Webuild SpA	1 596,0	0,1x	0,1x	0,1x	1,7x	1,5x	1,4x	8,1%	8,0%	8,4%
Salcef Group SpA	1 571,9	1,8x	1,6x	1,4x	9,2x	8,1x	7,0x	19,7%	19,4%	19,8%
Kreate Group Oyj	66,2	0,2x	0,2x	0,2x	5,1x	4,6x	4,1x	4,3%	5,0%	5,3%
Montagne et Neige Développement SA	64,6	0,7x	0,6x	-	14,9x	8,3x	-	4,7%	6,8%	-
Moyenne	7 349,5	1,1x	1,1x	1,0x	8,7x	7,8x	6,9x	11,5%	11,9%	12,5%
Moyenne hors extrêmes	5 599,5	1,0x	1,0x	0,9x	8,5x	7,8x	6,9x	11,3%	11,7%	12,3%
Médiane	2 244,7	1,0x	1,0x	0,9x	9,2x	8,0x	6,8x	10,2%	10,8%	11,4%
Maximum	28 632,8	3,1x	2,9x	2,7x	16,8x	14,0x	12,9x	19,7%	20,5%	21,0%
Minimum	66,2	0,1x	0,1x	0,1x	1,7x	1,5x	1,4x	4,3%	5,0%	5,3%
Estimateur de l'écart-type = s	9 440,4	1,0x	0,9x	0,8x	4,9x	4,1x	3,7x	5,2%	5,5%	5,5%
Coefficient de variation = Cv	1,3	0,8x	0,8x	0,8x	0,6x	0,5x	0,5x	45,7%	46,0%	44,2%
Nb d'observations = n	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Marge d'échantillonnage au seuil de 95%	6 753,2	0,7x	0,6x	0,6x	3,5x	2,9x	2,6x	3,7%	3,9%	4,0%
Borne haute de l'estimation de la moyenne	14 102,8	1,8x	1,7x	1,6x	12,2x	10,7x	9,6x	15,2%	15,8%	16,5%
Borne basse de l'estimation de la moyenne	596,3	0,5x	0,4x	0,4x	5,2x	4,9x	4,3x	7,7%	8,0%	8,5%

(1) Hors dette de loyer IFRS 16

²³ Nous avons également déterminé les multiples d'EBIT de l'échantillon de sociétés comparables mais avons renoncé à les utiliser, compte tenu du caractère exceptionnel des investissements et donc des amortissements anticipés par le management.

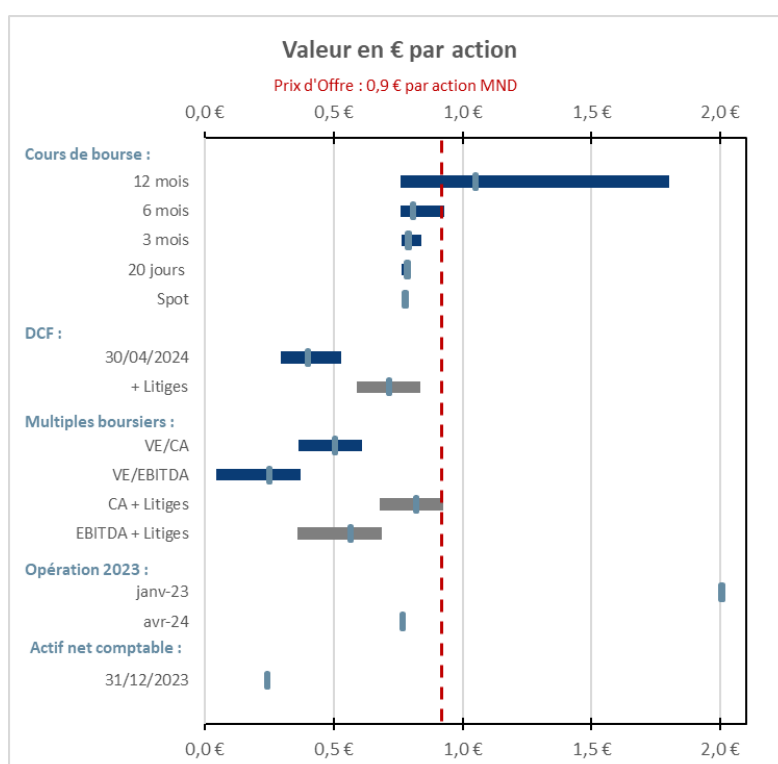
Notes méthodologiques :

- Nous avons cherché à limiter la volatilité des multiples observés en retenant des multiples médians et des multiples moyens hors extrêmes.
- Les multiples d'EBITDA calculés supra ont été redressés, lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16 en soustrayant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en ajoutant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués ont été ajustés afin de tenir compte du différentiel de taille et de risque entre MND et l'échantillon de référence. Une décote de 33 % a été appliquée à ce titre. Le détail des calculs de la décote est présenté en annexe 7.4
- les EBITDAaI retenus ont été ajustés pour tenir compte de l'économie sur les frais, directs et indirects, liés à la cotation de MND. Cette approche extériorise les valeurs d'entreprise suivantes :

Valeur des capitaux propres (m€)	Min	Centrale	Max
VE/CA	59,5	69,1	76,8
VE/EBITDA	33,4	50,1	59,9
VE/EBIT	6,7	25,5	37,4
Valeur d'entreprise retenue	46,5	59,6	68,4
Position financière nette	(40,9)	(40,9)	(40,9)
Autres éléments	(5,2)	(5,2)	(5,2)
Valeur des déficits reportables	13,2	13,2	13,2
Valeur des capitaux propres	13,6	26,7	35,5
Nombre d'actions	70 834 769	70 834 769	70 834 769
Valeur en € par action	0,19 €	0,38 €	0,50 €

L'application de ces multiples aux agrégats consolidés de la filiale aboutissent à une large fourchette de valeurs, qui ressortent inférieures à celles extériorisées par l'approche DCF détaillée supra. La valeur centrale de cette fourchette ressort à 26,7 m€, soit une valeur de 0,38 € par action. Compte tenu de ce qui précède, le prix d'Offre de 0,9 € induit une prime comprise entre 80 % et 370 %, selon la référence retenue.

4.3.4 Synthèse des résultats



5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par Gilbert Dupont (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les fourchettes de valeurs auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées sont synthétisées dans le tableau ci-dessous, étant précisé que nous ne retenons pas le cours de bourse comme approche principale d'évaluation, :

MND Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)					
		Gilbert Dupont			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse (02/05/2024)	12 mois	n.c.	1,04	n.c.	0,76	1,04	1,80
	6 mois	n.c.	0,80	n.c.	0,76	0,80	0,93
	3 mois	n.c.	0,78	n.c.	0,76	0,79	0,84
	20 jours	n.c.	0,77	n.c.	0,76	0,78	0,80
	Spot	n.c.	0,77	n.c.	0,77	0,77	0,78
DCF	30/04/2024	0,36	0,44	0,53	0,28	0,41	0,54
	+ Litiges	0,68	0,78	0,88	0,59	0,73	0,84
Comparables boursiers	VE/CA	0,30	0,39	0,46	0,38	0,51	0,62
	VE/EBITDA	0,43	0,47	0,52	0,01	0,24	0,38
	CA + Litiges	0,63	0,72	0,79	0,69	0,83	0,94
	EBITDA + Litiges	0,76	0,80	0,85	0,32	0,56	0,70
Objectif de cours	29-avr.-24	0,80	0,80	8,00	0,80	0,80	0,80
Actif net comptable	31-déc.-23	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

La Banque constate un nombre d'actions admises à la cote de 70 840 049 et relève l'existence de 5 280 actions autodétenues ainsi que de 2 124 580 actions gratuites attribuées en 2023. Ces dernières n'étant pas visées par l'Offre, elle retient dans ses travaux un nombre d'actions « non dilué » de 70 840 049. Si nous sommes en accord avec l'Évaluateur s'agissant des actions gratuites, du fait des conditions performances attachées à leur acquisition définitive, nous déduisons pour notre part les actions autodétenues du nombre total d'actions pour parvenir à un nombre d'actions très proche de 70 834 769, retenu dans nos travaux.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

MND	31/12/2023		
	Gilbert Dupont	BM&A	Ecart
Eléments de passage de la VE à la VCP			
Dette financière	(41,5)	(41,5)	-
Disponibilités et équivalents	0,5	0,5	-
Position financière nette	(40,9)	(40,9)	-
Intérêts minoritaires	-	(0,0)	0,0
Provisions pour R&C	(3,7)	(3,7)	-
Engagements envers le personnel	(0,3)	(0,3)	-
Actifs financiers	1,9	-	1,9
Autres passifs long terme	-	(0,7)	0,7
Impôts différés passifs	-	(0,5)	0,5
Éléments exceptionnels 2024	(6,2)	-	(6,2)
Valeur présente des déficits reportables	14,6	13,2	1,4
Autres éléments	6,3	8,0	(1,7)
Total	(34,6)	(32,9)	(1,7)

La position financière nette appréciée par l'Évaluateur retient une approche identique à la nôtre, soit une position retraitée de la dette de loyer IFRS 16 (déjà prise en compte dans les flux d'exploitation du plan d'affaires).

S'agissant des autres éléments entrant dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, les principales différences entre les travaux de l'évaluateurs et les nôtres sont les suivantes :

- La Banque retient des actifs financiers pour 1,9 m€ dont nous n'avons pas tenu compte, ceux-ci étant constitués de dépôt et garanties nécessaires à la poursuite de l'activité.
- L'Évaluateur ne retient pas le montant d'autres passifs long terme comptabilisé fin décembre 2023.
- La Banque ne retient pas les impôts différés passifs au bilan de la Société alors que nous en avons tenu compte, en ce qu'ils permettent d'appréhender de l'économie fiscale potentielle induite par les engagements envers le personnel, non retraitée supra.
- Enfin, l'évaluateur intègre dans ses éléments de passage les éléments exceptionnels anticipés par le management au cours du second semestre de l'exercice 2023/2024 que nous avons intégrés directement dans l'approche DCF.

5.1.3 Valorisation des sommes potentiellement perçues au titre des litiges en cours

Compte tenu de l'incertitude quant à la perception des montants réclamés par la Société au titre de litiges en cours, la Banque retient une approche maximaliste consistant à tenir compte de ces sommes en totalité dans la valorisation, actualisée au taux présenté infra pour tenir compte d'un horizon de perception à la fois incertain et lointain.

Nous avons mis en œuvre une approche identique qui aboutit à un résultat très proche, la différence peu significative s'expliquant par le taux et l'horizon d'actualisation légèrement plus élevés retenus dans nos travaux.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues

5.2.1 Actif net réévalué

Nous rejoignons la Banque sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer une société industrielle en continuité d'exploitation.

5.2.2 Actualisation de dividendes

Nous rejoignons également l'Évaluateur sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer MND.

5.2.3 Transactions comparables

La Banque observe comme nous la difficulté à réunir un échantillon de transactions comparables à MND compte tenu du marché de niche dans lequel opère la Société, du faible nombre de transactions disponibles et du caractère non public des conditions auxquelles elles ont été réalisées.

5.2.4 Référence à une opération significative sur le capital de la Société

La Banque fait également référence à l'augmentation de capital réalisée en mars 2023 dans le cadre de l'accord global de restructuration visant à effacer les dettes de la Société, mais considère que le prix d'émission de 2,0 € par action utilisé à l'époque n'a pas été fixé dans un cadre transactionnel.

Nous parvenons également à la conclusion que cette référence n'est pas pertinente pour juger de l'équité du prix proposé, mais plutôt du fait de sa relative ancienneté et de la dégradation de la structure financière de la Société survenue depuis.

5.2.5 Actif net comptable

Comme nous, la Banque ne retient pas l'actif net comptable de la Société dans son analyse mais présente, à titre d'information, le prix par action extériorisé par cette référence.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif

5.3.1 Objectifs de cours des analystes

La Banque retient à titre indicatif la référence à l'objectif de cours de l'analyste suivant la valeur là où nous n'avons pas retenu la référence, compte tenu du suivi estimé insuffisant.

5.3.2 Multiples de sociétés cotées comparables

La Banque présente l'approche à titre indicatif uniquement, compte tenu des biais très importants qu'elle implique dans le cas de MND (absence d'échantillon de comparables pertinent et Ebitda/résultat net historiquement négatifs). Nous rejoignons l'Évaluateur sur ces constats, mais présentons l'approche à titre de recoupement de l'approche DCF.

La Banque assoit son analyse sur un échantillon de six comparables boursiers, de taille souvent importante, intervenant dans les secteurs de la construction ferroviaire, de l'aménagement de salles de sport et de la production de matériels de manutention. Nous avons pour notre part appuyés nos analyses sur un échantillon légèrement plus large (10 comparables) et moins « diversifié » (l'essentiel des sociétés retenues opérant dans le domaine de la construction ferroviaire et dans l'aménagement d'infrastructures urbaines).

Au global, les références médianes ressortent dans une fourchette comprise entre 0,5x et 0,6x pour le multiple de chiffre d'affaires, et entre 5,6x et 7,4x pour le multiple d'EBITDA. Les références médianes relevées sur notre échantillon ressortent plus élevées : entre 0,9x et 1,0x pour le chiffre d'affaires, et entre 6,8x et 9,2x pour l'EBITDA. Ces différences s'expliquent par des différences dans l'approche méthodologique :

- Les multiples estimés par la Banque sont relevés à partir des agrégats directement issus des comptes des sociétés et intègrent donc l'effet de la norme IFRS 16, à la fois au numérateur (dette de loyer intégrée dans la valeur d'entreprise) et au dénominateur (EBITDA post IFRS 16), là où nous avons préféré retraiter l'impact de la norme, au numérateur comme au dénominateur.
- Notre échantillon retient des sociétés dégageant des niveaux de marge d'EBITDA supérieurs à ceux réalisés aujourd'hui par MND, voire supérieurs à l'objectif que s'est fixé le management. De ce fait, leur maintien dans l'échantillon constitue une hypothèse volontariste que nous avons maintenue compte tenu du retrait obligatoire demandé par l'Initiateur.
- Enfin, si les multiples faciaux issus de notre échantillon sont plus élevés que ceux retenus par l'Évaluateur, nos multiples ajustés de l'impact du différentiel de risque et de taille ressortent plus proches de ceux retenus par la Banque (entre 0,6x et 0,7x s'agissant du multiple de CA et entre 4,6x et 6,2x pour le multiple d'EBITDA)

Malgré un échantillon et une méthodologie différents utilisés par la Banque, nous constatons que la fourchette de valeur par action qui ressort de ses travaux est incluse dans notre fourchette, et que les valeurs centrales extériorisées sont très proches (0,43 € pour la Banque, 0,39 € s'agissant de nos travaux).

5.4 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.1 Cours de bourse

Malgré une liquidité réduite depuis la restructuration de mars 2023, la Banque retient la référence au cours de bourse à titre principal. Les cours moyens pondérés présentés ne présentent que quelques écarts très peu significatifs avec ceux que nous avons utilisés dans nos travaux.

5.4.2 Actualisation de flux de trésorerie

5.4.2.1 Taux d'actualisation

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	MND	
		Gilbert Dupont	BM&A
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique	β_u	0,99	1,00
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	75,4 %	32,6 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,55	1,24
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,0 %	8,9 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	3,0 %	2,7 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,0 %	6,2 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	-	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	-	0,7 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	-	(0,1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	-	2,7 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	6,0 %	3,5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	9,3 %	4,4 %
Prime de taille observée	A	3,0 %	5,2 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,7)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	3,0 %	4,5 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0,2 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	15,3 %	14,4 %
Taux sans risque	R_f	3,0 %	2,6 %
Spread de crédit	S_C	5,8 %	3,8 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0,1 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	8,8 %	6,5 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	6,6 %	4,8 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	43,0 %	24,6 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	11,5 %	12,0 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_p	1,9 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	11,5 %	11,8 %

L'approche du taux d'actualisation mise en œuvre par la Banque, basée sur coût moyen pondéré du capital inféré à partir d'un coût des fonds propres issu d'une approche MEDAF²⁴, est usuelle.

Les différences entre le calcul de l'Évaluateur et le nôtre sont principalement d'ordre méthodologique :

- La Banque retient une approche classique du coût des fonds propres là où nous retenons la décomposition proposée par Fairness Finance²⁵. De ce fait elle applique le coefficient bêta globalement à la prime de risque de marché là où nous considérons qu'il ne s'applique qu'à une part de celle-ci, la prime de risque « MEDAF ».
- L'Évaluateur retient un coefficient bêta basé sur les calculs d'Aswath Damodaran pour les secteurs *Entertainment* et *Machinery* en Europe. Nous avons, pour notre part, retenu le bêta moyen pondéré calculé sur trois ans des sociétés qui composent l'échantillon de comparables retenu dans l'approche par les multiples boursiers (cf. annexe 7.2).
- Comme nous, la Banque retient une prime de taille / prime de risque spécifique, mais l'estime 150 points de base inférieure à celle que nous avons utilisée²⁶.

²⁴ Modèle d'équilibre de actifs financiers.

²⁵ Cf. Fairness-Finance.com.

²⁶ Source : Prime de risque supplémentaires observée à date par Fairness Finance pour les sociétés d'une taille de 70 m€, soit la capitalisation boursière de MND à l'annonce de l'Offre augmentée du montant des obligations Cheyne, que nous avons considéré comme des quasi-fonds propres.

- Même si, comme nous, L'Évaluateur retraite du levier financier les obligations simples émises par Cheyne, il calcule ce dernier sur la base des fonds propres comptables de la Société là où nous préférons l'apprécier à partir de la valeur de marché de ses capitaux propres.
- La Banque retient un coût de la dette très supérieur au nôtre, basé sur les conditions obtenues par la Société pour ses derniers financements. Nous avons, pour notre part, retenu une hypothèse plus optimiste en utilisant le taux théorique constaté à date pour des obligations *corporate* émises en euros et notées B+²⁷.
- L'Évaluateur construisant son taux à partir de références françaises, il n'a pas à tenir compte du risque pays et du risque d'inflation dans son calcul, contrairement à notre approche qui s'appuie sur des données européennes.

Malgré les différences détaillées supra, le coût moyen pondéré du capital retenu par la Banque ressort proche de celui qui ressort de nos analyses (écart de 23 points de base).

5.4.2.2 Hypothèse normative et prolongation du plan d'affaires

La Banque a également prolongé le plan d'affaires réalisé par le management jusqu'en juin 2032. Les hypothèses utilisées pour prolonger le plan et construire une année normative sont cohérentes avec celles que nous avons retenues :

- Le taux de croissance du chiffre d'affaires est extrapolé pour le faire converger vers un taux de croissance à l'infini estimé au niveau d'inflation de 2 % attendu en Europe. Nous avons retenu une approche quasi identique mais en retenant un modèle de convergence plus linéaire que la Banque vers le taux de croissance à l'infini, que nous estimons à 1,9 % sur la base des prévisions du FMI²⁸.
- La marge d'EBITDA cible est modélisée pour rattraper progressivement un objectif de 13,1 %, lui-même estimé à partir de l'objectif de 15,0 % de marge d'EBITDA fixé par le management. Nos travaux retiennent une approche identique.
- La banque retient un niveau d'investissement sur chiffre d'affaires cible de 2,9 % sur l'ensemble de la période d'extrapolation ainsi qu'à l'infini. Malgré son caractère volontariste compte tenu des cycles d'investissements que devra supporter la Société dans le futur, nous avons utilisé une approche identique, celle-ci étant favorable à l'actionnaire minoritaire.
- L'approche de la Banque et la nôtre sont semblables s'agissant de la construction du BFR cible normatif utilisé pour extrapoler le plan et déterminer l'année terminale.

²⁷ Note de risque crédit estimée pour la Société par le modèle Fairness Finance et confirmée par le modèle de notation proposé par LSEG Eikon.

²⁸ Cf. Annexe 7.3.

5.4.2.3 Résultats de l'approche DCF

Compte tenu d'approches méthodologiques similaires, les valeurs issues de l'actualisation des flux de trésorerie estimés par le management conduisent à des résultats par action très proches, avec un écart sur la valeur par action limité à moins de 3 centimes.

MND	Gilbert Dupont	BM&A	Ecart
Valeur des capitaux propres DCF (m€)			
Valeur présente des flux de trésorerie	7,3	2,7	4,6
Valeur terminale	136,4	147,4	(11,0)
Valeur présente de la valeur terminale	58,5	59,4	(0,9)
Valeur d'entreprise	65,8	62,1	3,7
Position financière nette	(40,9)	(40,9)	-
Autres éléments	(8,3)	(5,2)	(3,1)
Valeur des déficits reportables	14,6	13,2	1,4
Valeur des capitaux propres	31,2	29,2	1,9
Nombre d'actions retenu	70 840 049	70 834 769	5 280
Valeur en € par action	0,44 €	0,41 €	0,03 €

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action MND auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 0,90 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

MND Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) induite
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (02/06/2024)	12 mois	0,76	1,04	1,80	(13,8)%
	6 mois	0,76	0,80	0,93	12,2 %
	3 mois	0,76	0,79	0,84	14,6 %
	20 jours	0,76	0,78	0,80	15,4 %
	Spot	0,77	0,77	0,78	16,6 %
DCF	avr-24	0,28	0,41	0,54	118,1 %
	+ Litiges	0,59	0,73	0,84	23,7 %
Comparables boursiers	VE/CA	0,38	0,51	0,62	76,3 %
	VE/EBITDA	0,01	0,24	0,38	271,5 %
	Moyenne	0,19	0,38	0,50	139,2 %
	VE/CA + Litiges	0,69	0,83	0,94	9,0 %
	VE/EBITDA + Litiges	0,32	0,56	0,70	61,5 %
	Moyenne + Litiges	0,51	0,69	0,82	30,2 %
Opération sur le capital	janv-23	2,00	2,00	2,00	(55,0)%
	avr-24	0,76	0,76	0,76	18,0 %
Actif net comptable	31/12/2023	0,24	0,24	0,24	278,4 %

Afin de réaliser notre mission et d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions MND visées par l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères reposant, à titre principal sur la méthode DCF et, à titre secondaire sur le cours de bourse et la méthode des comparables boursiers.

Par ailleurs, nous rappelons que nous n'avons pas retenu en particulier :

- le critère des objectifs de cours publiés par les analystes, dans la mesure où la couverture du titre n'est assurée que par un seul analyste ;
- la méthode des transactions comparables car, au-delà des biais habituels inhérents à cette méthode (manque d'exhaustivité et de fiabilité de l'information, existence d'accords connexes à la transaction susceptibles d'avoir un impact sur le prix facial de la transaction...), nous n'avons pas été en mesure de constituer un échantillon pertinent de transactions compte tenu (i) de l'étroitesse du marché sur lequel la Société opère et (ii) de l'absence d'information publique disponible ;
- la référence au prix d'émission de 2 € retenu dans le cadre de l'opération d'augmentation de capital de 136,6 m€ souscrite par Cheyne en mars 2023, en raison des pertes réalisées depuis cette date.

S'agissant des critères et méthodes que nous avons utilisés, nous soulignons que la référence au cours de bourse, sur lequel le prix d'Offre extériorise une prime de l'ordre de 15 %²⁹, n'est retenue qu'à titre secondaire en raison de la faible liquidité du titre. De même, la méthode des comparables boursiers, qui aboutit en valeur centrale à 0,38 € (soit une prime de 139 %), n'a pas été retenue à titre principal dans la mesure nous n'avons pas identifié de société cotée ayant une activité comparable, même partiellement, à celle de MND ; l'échantillon des sociétés comparables constitué est donc imparfait et l'approche ne doit être considérée que comme une méthode de recoupement des résultats obtenus par la méthode DCF.

Enfin, la méthode DCF, retenue à titre principal, a été développée sur la base du plan d'affaires de la Société communiqué par son management, après prise en compte des retards constatés sur plusieurs projets conduisant à une révision à la baisse des projections. Il n'en reste pas moins que les anticipations de croissance et de taux de marge sont optimistes, tant du point de vue de l'historique de la Société que des prévisions retenues pour les

²⁹ Cours moyens 20 jour et 3 mois.

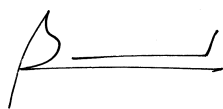
sociétés cotées comparables. Dans cette approche DCF, nous présentons également un scénario alternatif maximaliste postulant une issue favorable pour la Société quant aux litiges en demande actuellement en cours.

In fine, nos travaux aboutissent à une valeur centrale comprise entre 0,4 € et 0,7 € (en fonction de la prise en compte ou non des litiges susmentionnés), sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 24 % et 118 %.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 0,90 € par action MND proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 28 mai 2024

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal

Associé



Stéphane Marande

Directeur exécutif

7 | ANNEXES

7.1 Lettre de mission



BM&A
Monsieur Pierre BEAL
11, rue de Laborde
75008 Paris

Sainte-Hélène-Du-Lac,
Le 3 avril 2024

Cher Monsieur,

La société Montagne & Neige Développement, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 70 840 049 euros, dont le siège social est Parc d'Activités Alpespace - 74, voie Magellan, 73800 SAINTE-HELENE-DU-LAC, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Chambéry sous le numéro 454 083 379 (la « Société ») est à la tête du groupe MND, groupe industriel français spécialiste de la mobilité par câble, des systèmes d'enneigement, de la sécurité en montagne et des infrastructures de loisirs à sensations présent aujourd'hui dans près de cinquante pays,

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris (« Euronext Growth ») sous le Code ISIN FR00140050Q2, (mnémonique : ALMND).

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), la Société Générale doit, en sa qualité d'établissement présentateur (la « Banque Présentatrice »), déposer auprès de l'AMF pour le compte de la société L&M Infra (l'« Initiateur »), la proposition irrévocable de ce dernier à l'ensemble des actionnaires de la Société, d'acquiescer en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur au prix unitaire de 0,90 euro par action dans le cadre d'une offre publique de retrait (« Offre Publique de Retrait »), qui serait immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire ») conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, et avec l'Offre Publique de Retrait, (l'« Offre »).

Lors de sa réunion du 28 février 2024, le Conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « Comité »), ayant pour mission de recommander au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser ses travaux et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le Conseil d'administration de la Société a procédé, le 3 avril 2024, en application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, et II du règlement général de l'AMF et sur recommandation du Comité, à la désignation du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par

ROPEWAYS ▪ SNOW ▪ SAFETY ▪ LEISURE

MONTAGNE ET NEIGE DÉVELOPPEMENT S.A. - Parc d'Activités Alpespace, 74 Voie Magellan - 73800 Sainte-Hélène-du-Lac - FRANCE
+33 (0)4 79 65 08 90 - contact@mnd.com - www.mnd.com

MND est le nom commercial de MONTAGNE ET NEIGE DÉVELOPPEMENT S.A. - MND is the tradename of MONTAGNE ET NEIGE DÉVELOPPEMENT S.A.
RCS Chambéry - Siret : 454 083 379 000 23 - TVA C.E. : FR 94 454 083 379 - S.A. à Conseil d'Administration au capital de 10 483 141 €

Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au Conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1, I, 1^o dans la mesure où la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- 261-1, I, 2^o en raison de l'existence d'accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ;
- 261-1, II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

- Début de la mission en avril 2024 ;
- A la suite du dépôt auprès de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur, par la Banque Présentatrice, lequel devrait intervenir dans les premiers jours du mois de mai 2024, délivrance de votre rapport en amont de la réunion du Conseil d'administration de la Société devant émettre un avis motivé sur l'Offre.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit, qu'une fois désigné, l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Par ailleurs, compte tenu des caractéristiques de l'Offre, un délai minimum de quinze jours de bourse doit être respecté entre le dépôt de la note d'information et la remise de votre rapport.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par le cabinet BM&A dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisées et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

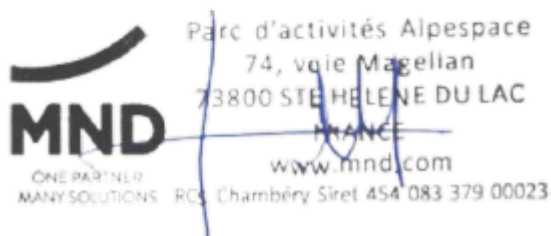
- des entretiens et des éventuelles demandes de documentation complémentaires avec le management de la Société et/ou le Comité ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société, etc.) ;
- la rationalisation de l'écart entre le prix de souscription retenu lors de l'augmentation de capital et celui proposé pour l'Offre ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par la Banque Présentatrice ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- la rédaction d'un projet de lettre d'affirmation signée par les dirigeants de MND et ;
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires de la Société et l'AMF.

Conflit d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet BM&A, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.

Monsieur Xavier GALLOT-LAVALLE
Président Directeur-Général



7.2 Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF³⁰. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 30 avril 2024 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage hebdomadaire et un indice de référence adapté au marché de cotation du comparable considéré.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajustés pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

Nous présentons également, à titre indicatif, le bêta observé pour le titre MND. Compte tenu des volumes d'échanges réduits sur le titre et du manque d'intérêt des investisseurs pour l'action, ce bêta ressort non significatif (coefficient de détermination R² inférieur à 10 %).

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette
Montagne et Neige Developpement SA	25,0%	0,60	5,1%	CAC SMALL	38	(1)	67	178,4%	0,25
Westinghouse Air Brake Technologies	27,0%	1,01	61,3%	S&P 400 Mid Cap Index	16 952	36	3 171	18,7%	0,89
Knorr Bremse AG	29,8%	1,14	37,8%	GERMANY	11 258	98	390	3,4%	1,11
Alstom SA	25,0%	1,68	31,5%	CAC MID & SMALL	9 386	99	1 773	18,7%	1,47
Stadler Rail AG	15,0%	1,14	43,5%	EURO STOXX	3 471	14	16	0,5%	1,13
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles	25,8%	1,39	45,3%	IBEX MEDIUM CAP	1 081	13	257	23,5%	1,18
Talgo SA	25,8%	0,99	23,6%	IBEX SMALL CAP	487	6	120	24,4%	0,84
Ferrovial SE	25,8%	0,78	40,7%	EURO STOXX	20 108	2 048	6 852	30,9%	0,63
Webuild SpA	27,0%	1,07	33,6%	FTSE ITALIA MID CAP	1 819	269	-	-	1,07
Salcef Group SpA	27,0%	0,91	31,3%	FTSE ITALIA MID CAP	1 214	3	(67)	(5,5%)	0,97
Kreate Group Oyj	20,0%	0,64	22,6%	OMX HELSINKI SMALL CAP	80	(0)	21	26,8%	0,52
Moyenne	24,8%	1,07	37,1%		6 586		1 253	14,1%	0,98
Médiane	25,8%	1,04	35,7%		2 645		188	18,7%	1,02
Moyenne pondérée par les R²	24,9%	1,09			7 789		1 501	14,0%	1,00
							Marge d'erreur à 95%	9,4 %	0,20
							Fourchette basse	4,7 %	0,79
							Moyenne	14,1 %	0,98
							Fourchette haute	23,6 %	1,18

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

7.3 Prévisions macroéconomiques

Pays/Zone	Indicateur	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Inflation cible
France	Déflateur du PIB		2,8 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %
France	Indice des prix, moyen	5,7 %	2,4 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	
Europe	Déflateur du PIB		2,9 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Europe	Indice des prix, moyen	5,4 %	2,4 %	2,1 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	

Source: *World Economic Outlook* du FMI d'avril 2024

Pour le taux de croissance à l'infini, nous avons retenu la moyenne entre les prévisions du déflateur du PIB et de l'indice des prix moyens de l'année 2029, dernière année estimée par le FMI.

7.4 Appréciation de la décote applicable aux multiples boursiers

La décote applicable aux multiples boursiers peut être estimée en comparant les taux d'actualisation et de croissance à l'infini applicables à la Société d'une part et l'échantillon de sociétés comparables d'autre part.

³⁰ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

Si $VCP_n = \frac{Cash\ Flow_{n+1}}{k-g}$ (formule de rente à l'infini de Gordon Shapiro, où k est le coût des fonds propres et g le taux de croissance à l'infini), alors l'impact sur la valeur d'un différentiel de taux d'actualisation pour 1 euro de cash-flow est égal à :

- $VCP_S/VCP_E - 1 = \frac{1}{k_S - g_S} / \frac{1}{k_E - g_E} - 1 = \frac{k_E - g_E}{k_S - g_S} - 1$
- avec k_S le coût du capital de la Société, k_E le coût du capital de l'échantillon, g_S la croissance à l'infini attendue pour la Société et g_E la croissance à l'infini attendue pour l'échantillon.

L'application de la formule supra à MND conduit au calcul suivant :

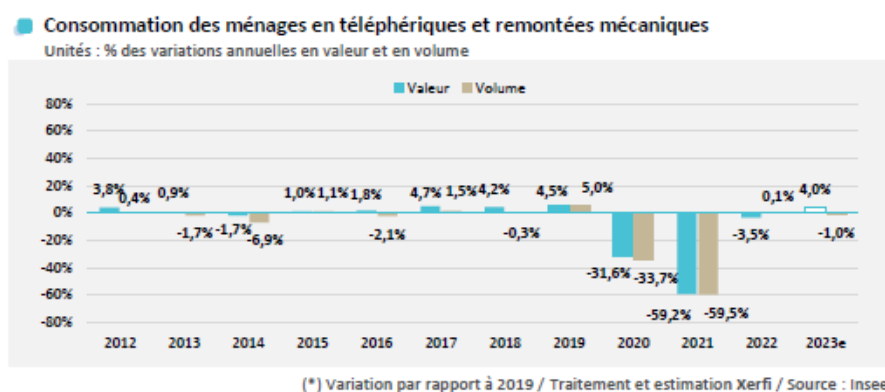
Calcul de la décote de multiples	BM&A	
	MND	Secteur
CMPC	11,8 %	8,6 %
Taux de croissance à l'infini	1,9 %	1,9 %
Prime/(Décote) applicable aux multiples	(32,1)%	

Les coûts du capital retenus pour l'échantillon et la Société ont été déterminés avec une méthodologie et des sources identiques (Fairness Finance). L'écart entre les deux chiffres est essentiellement causé par la différence de taille entre MND et les sociétés composant l'échantillon de comparables.

Le taux de croissance à l'infini retenu pour l'échantillon de comparables ainsi que pour MND a été assimilé à l'inflation anticipée par le FMI pour la zone euro à horizon 2029.

7.5 Etude de marché Xerfi³¹ sur les remontées mécaniques en France

La consommation des ménages en téléphériques et remontées mécaniques est le principal indicateur de la fréquentation des domaines skiables. Depuis 2012, la consommation en volume stagne en France, et diminue même sur 2023 (-1 %). La consommation en valeur croît modérément sur la même période, et s'explique par un effet hausse des prix. En 2023, l'augmentation de la consommation en valeur est de 4 %, soit une augmentation inférieure à celui de l'inflation sur la même période (4,9 %, source Insee).

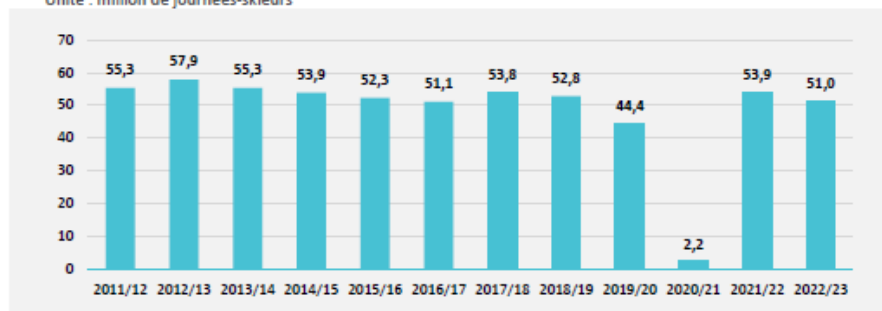


Le graphique ci-dessous montre une légère diminution de la fréquentation des stations de ski françaises depuis 2011/2012. Ce phénomène touche davantage les petites stations de basse altitude qui souffrent des aléas climatiques, du faible enneigement et d'une plus faible capacité d'investissement pour investir dans des systèmes de neige de culture.

³¹ Source : « L'exploitation des domaines skiables, conjonctures et prévisions 2024 », novembre 2023.

Fréquentation des stations de ski françaises

Unité : million de journées-skieurs

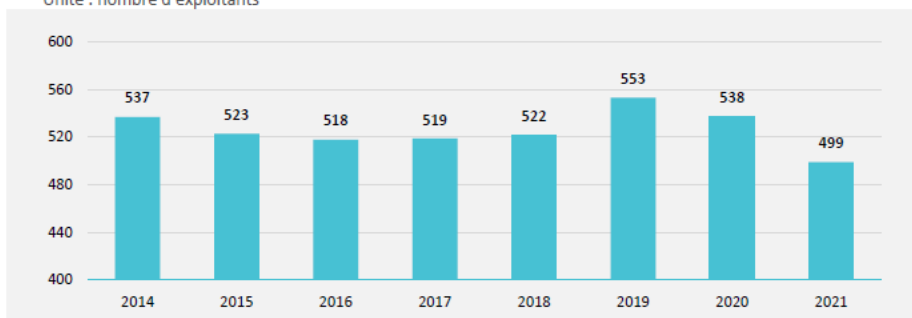


Traitement Xerfi / Sources : Domaines skiabiles de France et L. Vanat

Les difficultés rencontrées par les petites stations de basse altitude s'observent également par l'évolution du nombre d'exploitants de domaines skiabiles en France, qui a fortement baissé post-Covid, avec un recul de 7,2 % en 2021.

Évolution du nombre d'exploitants de domaines skiabiles en France

Unité : nombre d'exploitants

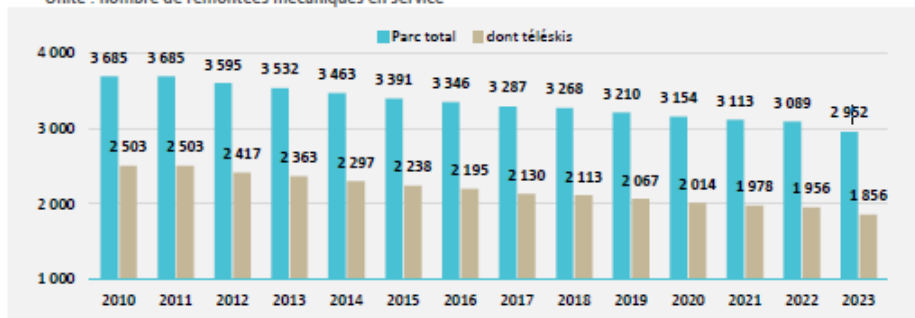


Traitement Xerfi / Source : STRMTG

La fermeture de petites stations de basse altitude, généralement due à un climat devenu défavorable, a des conséquences sur le parc de remontées mécaniques en France. Ce dernier a diminué de 20 % entre 2012 et 2023. Cette baisse est plus marquée sur les téléskis, davantage utilisés par les petites stations de basse altitude, en diminution de 26 %, contre une diminution de 7 % pour les autres remontées mécaniques (télésièges, télécabines, téléphériques, etc.) en France sur cette même période.

Parc de remontées mécaniques en France

Unité : nombre de remontées mécaniques en service

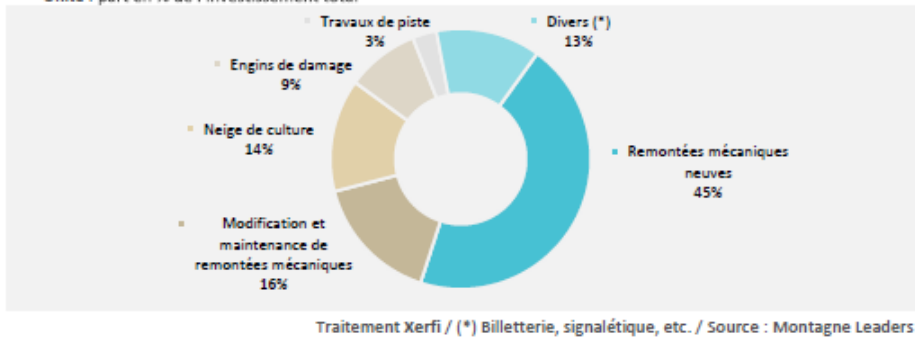


Données au 1^{er} janvier de chaque année / Traitement Xerfi / Source : STRMTG

Les investissements en remontées mécaniques correspondent à la principale dépense d'investissement des exploitants de domaines skiabiles et représentent 61% des montants investis entre 2019 et 2021, dont 45% pour les remontées mécaniques neuves et 16% pour la modification et la maintenance de remontées.

Répartition moyenne des investissements par type d'installation entre 2019 et 2021

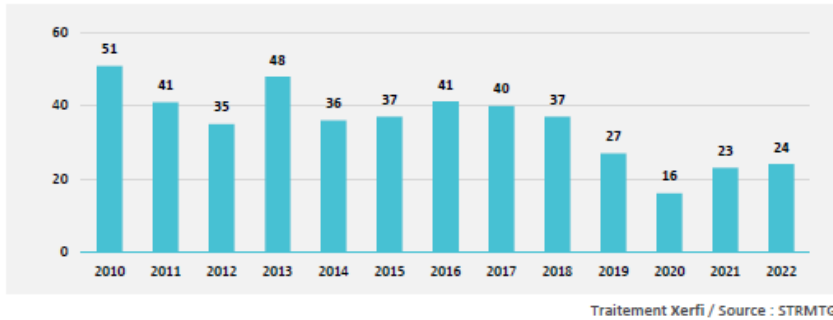
Unité : part en % de l'investissement total



Depuis 2019, le nombre de nouvelles installations a fortement baissé. Celui-ci oscillait entre 35 et 48 sur la période 2011-2018, contre un nombre compris entre 23 et 27 sur la période 2019-2022³². Cette baisse d'un nombre de nouvelles installations s'explique en partie par une volonté des acteurs du secteur de développer des infrastructures moins nombreuses, mais disposant d'une capacité plus grande. En effet, nous observons une augmentation de la part des télécabines, plus onéreuses que les autres installations (téléskis, télésièges) dans le total des nouvelles installations. Ainsi, les télécabines représentaient 16,7 % des nouvelles installations en 2022, contre 6,8 % des nouvelles installations entre 2011 et 2018.

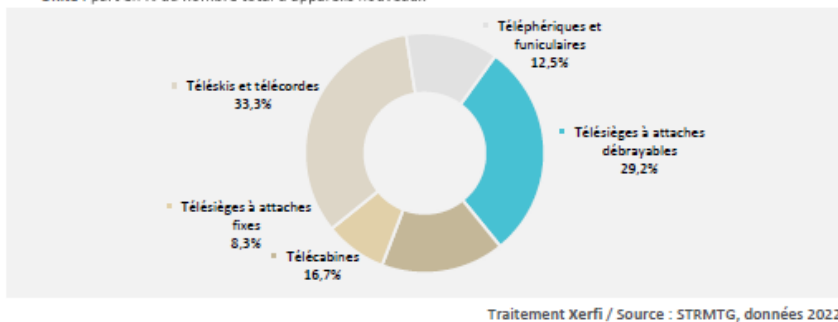
Évolution du nombre de nouvelles installations en station (hors tapis roulants)

Unité : nombre d'installations























Répartition des appareils nouveaux par catégorie d'installations (hors tapis roulants)

Unité : part en % du nombre total d'appareils nouveaux



³² Hors année 2020, fortement impactée par la crise du Covid et durant laquelle le nombre de nouvelles installations n'a été que de 16.

7.6 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

Société	Description	Agrégats
 	<p>Entreprise spécialisée dans la fabrication de systèmes de freinage et d'équipements de signalisation pour les industries ferroviaires. Leur activité principale consiste à fournir des solutions innovantes pour améliorer la sécurité et l'efficacité des systèmes de transport ferroviaire à travers le monde.</p>	<p>Capitalisation boursière 25 817 m€</p> <p>CA 2023 9 023 m€</p> <p>% EBITDA 2023 19,0%</p> <p>% EBIT 2023 17,0%</p> <p>VE/EBITDA 2023 16,7x</p> <p>VE/EBIT 2023 18,7x</p>
 	<p>Groupe spécialisé dans la fabrication de systèmes de freinage et de solutions pour les industries ferroviaires et automobiles. Leur activité englobe la conception et la production de freins, de systèmes de contrôle, ainsi que de technologies avancées pour améliorer la sécurité et l'efficacité des véhicules sur rail et sur route.</p>	<p>Capitalisation boursière 11 235 m€</p> <p>CA 2023 7 926 m€</p> <p>% EBITDA 2023 14,3%</p> <p>% EBIT 2023 10,7%</p> <p>VE/EBITDA 2023 10,3x</p> <p>VE/EBIT 2023 13,7x</p>
 	<p>Entreprise spécialisée dans la fabrication de matériel roulant ferroviaire, de systèmes de signalisation et de services associés. Leur activité comprend la conception, la construction et la maintenance de trains, de tramways et de métros, ainsi que le développement de solutions de mobilité durable.</p>	<p>Capitalisation boursière 5 512 m€</p> <p>CA 2023 17 460 m€</p> <p>% EBITDA 2023 7,2%</p> <p>% EBIT 2023 4,2%</p> <p>VE/EBITDA 2023 6,1x</p> <p>VE/EBIT 2023 10,4x</p>
 	<p>Société spécialisée dans la conception, la fabrication et la maintenance de matériel roulant ferroviaire, notamment des trains de passagers, des tramways et des locomotives.</p>	<p>Capitalisation boursière 2 841 m€</p> <p>CA 2023 3 752 m€</p> <p>% EBITDA 2023 8,2%</p> <p>% EBIT 2023 5,1%</p> <p>VE/EBITDA 2023 9,4x</p> <p>VE/EBIT 2023 15,2x</p>
 	<p>Entreprise spécialisée dans la conception, la fabrication et la maintenance de matériel roulant ferroviaire, y compris des trains de passagers, des tramways et des métros. Leur activité englobe également la construction de systèmes de signalisation et de technologies ferroviaires avancées, visant à fournir des solutions intégrées pour les réseaux de transport public à travers le monde.</p>	<p>Capitalisation boursière 1 102 m€</p> <p>CA 2023 3 825 m€</p> <p>% EBITDA 2023 6,7%</p> <p>% EBIT 2023 4,6%</p> <p>VE/EBITDA 2023 3,9x</p> <p>VE/EBIT 2023 5,6x</p>
 	<p>Société spécialisée dans la conception, la fabrication et la maintenance de trains à grande vitesse et de trains conventionnels. Leur technologie unique, caractérisée par des bogies oscillants, permet des voyages plus confortables et plus rapides. Talgo propose également des solutions de maintenance et de modernisation pour les parcs ferroviaires existants.</p>	<p>Capitalisation boursière 544 m€</p> <p>CA 2023 652 m€</p> <p>% EBITDA 2023 11,4%</p> <p>% EBIT 2023 9,0%</p> <p>VE/EBITDA 2023 10,6x</p> <p>VE/EBIT 2023 13,4x</p>
 	<p>Groupe diversifié dans les infrastructures et les services, avec des activités dans la construction, la gestion d'aéroports, la gestion de routes et d'autoroutes, ainsi que dans les services municipaux et environnementaux</p>	<p>Capitalisation boursière 24 891 m€</p> <p>CA 2023 8 514 m€</p> <p>% EBITDA 2023 10,9%</p> <p>% EBIT 2023 7,3%</p> <p>VE/EBITDA 2023 19,1x</p> <p>VE/EBIT 2023 28,3x</p>
 	<p>Société spécialisée dans la construction d'infrastructures civiles et de grands projets d'ingénierie dans le monde entier. Leur expertise comprend la construction de barrages, de ponts, de tunnels, d'autoroutes et de chemins de fer.</p>	<p>Capitalisation boursière 2 221 m€</p> <p>CA 2023 9 994 m€</p> <p>% EBITDA 2023 8,2%</p> <p>% EBIT 2023 4,8%</p> <p>VE/EBITDA 2023 1,9x</p> <p>VE/EBIT 2023 3,4x</p>
 	<p>Groupe spécialisé dans le domaine de la construction, de la maintenance et de la gestion des infrastructures ferroviaires. Leurs services comprennent la construction de voies ferrées, la pose de rails, la maintenance des infrastructures ferroviaires, ainsi que des solutions technologiques pour les réseaux ferroviaires à travers le monde</p>	<p>Capitalisation boursière 1 547 m€</p> <p>CA 2023 795 m€</p> <p>% EBITDA 2023 20,2%</p> <p>% EBIT 2023 12,7%</p> <p>VE/EBITDA 2023 9,8x</p> <p>VE/EBIT 2023 15,6x</p>
 	<p>Société spécialisée dans la construction d'infrastructures et de projets d'aménagement urbain. Leur expertise englobe la construction de routes, de ponts, de tunnels, ainsi que des services dans les domaines de l'ingénierie civile et de la gestion de projets.</p>	<p>Capitalisation boursière 65 m€</p> <p>CA 2023 320 m€</p> <p>% EBITDA 2023 4,0%</p> <p>% EBIT 2023 2,4%</p> <p>VE/EBITDA 2023 5,2x</p> <p>VE/EBIT 2023 8,8x</p>

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763

 Conseil et support
opérationnels

 Audit

 Conseil financier

 Maîtrise des risques
Et Compliance

