

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

OFFRE PUBLIQUE MIXTE SIMPLIFIEE
à titre principal, assortie à titre subsidiaire
d'une **OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE**
et d'une **OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE**
dans la limite globale de 66,11% en numéraire et de 33,89% en actions Hermès International (coupon
2016 détaché)

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

Christian Dior

INITIEE PAR

Semyrhamis

(société du Groupe Familial Arnault)

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR CHRISTIAN DIOR



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») le 22 mai 2017, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de Christian Dior (www.dior-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de :

Christian Dior
30 avenue Montaigne
75008 Paris
France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Christian Dior seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

I.	Rappel des conditions de l'Offre	3
1.1.	Actions visées.....	3
1.2.	Termes de l'Offre.....	4
1.3.	Modalités de l'Offre.....	5
1.4.	Traitement des rompus	5
1.5.	Situation des bénéficiaires de plans d'Options d'Achat, de plans d'attribution gratuite d'Actions et d'Actions de performance et des participants à un plan d'épargne entreprise	6
1.6.	Mécanisme de liquidité.....	8
II.	Contexte et motifs de l'Offre	8
2.1	Contexte de l'Offre	8
2.2	Motifs de l'Offre.....	11
III.	Avis motivé du conseil d'administration de la société.....	11
IV.	Intentions des membres du conseil d'administration de la société	15
V.	Intentions de la Société relative aux Actions auto-détenues	15
VI.	Clauses d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	16
VII.	Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	16
7.1	Structure et répartition du capital	16
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.....	16
7.3	Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1er janvier 2017	17
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	17
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	17
7.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	17
7.7	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	18
7.8	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	20
7.9	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	21
VIII.	Rapport de l'expert indépendant de l'article 261-1 du Règlement General de l'AMF.....	21
IX.	Modalités de mise a disposition des informations relatives a la Société.....	21
X.	Personnes qui assument la responsabilité du projet de note en réponse	22

I. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, la société Semyrhamis, société anonyme dont le siège social est situé 30 avenue Montaigne, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 434 009 114 (« **Semyrhamis** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Christian Dior, société européenne dont le siège social est situé 30 avenue Montaigne, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 582 110 987 (« **Christian Dior** » ou la « **Société** »), autres que les membres du Groupe Familial Arnault (tel que défini ci-après), d'acquérir et/ou d'échanger la totalité des actions de la Société qu'ils détiennent dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») et dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 22 mai 2017 (le « **Projet de Note d'Information** »).

1.1. Actions visées

Les actions de la Société (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000130403 (mnémonique CDI).

A la date du présent projet de note en réponse, le nombre total d'Actions existantes est de 180 507 516, représentant 307 374 031 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient, avec les autres membres du Groupe Familial Arnault, 133 714 971 Actions représentant 74,08% du capital existant et 84,68% des droits de vote théoriques de la Société. Par ailleurs, à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur n'a conclu aucun accord lui permettant d'acquérir, à sa seule initiative, des Actions.

L'Offre vise la totalité des Actions existantes non détenues par l'Initiateur et les autres membres du Groupe Familial Arnault, en excluant les Actions auto-détenues à l'exception de 370 795 Actions auto-détenues susceptibles d'être remises en cas d'attribution définitive d'Actions gratuites ou d'Actions de performance ou d'exercice d'Options d'Achat (telles que définies ci-dessous), en faveur des bénéficiaires autres que les membres du Groupe Familial Arnault (se référer à la section 2.5 du Projet de Note d'Information pour une description de la situation des bénéficiaires de plans d'Options d'Achat et de plans d'attribution gratuite d'Actions et d'Actions de performance). A la date du présent projet de note en réponse, les Actions visées par l'Offre représentent 46 308 068 Actions, soit 25,65% du capital existant de la Société.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Actions gratuites en période d'acquisition, les Actions de performance en période d'acquisition et les options d'achat attribuées par la Société à certains de ses mandataires sociaux et salariés (les « **Options d'Achat** »).

1.2. Termes de l'Offre

L'Offre est constituée d'une offre publique mixte simplifiée à titre principal, assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat simplifiée et d'une offre publique d'échange simplifiée.

A titre principal, l'Initiateur offre irrévocablement aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre et de recevoir en contrepartie, pour une Action apportée, 172 euros et 0,192 action ordinaire (coupon 2016 détaché) de la société Hermès International détenue en portefeuille, dans les proportions décrites ci-dessous dans la limite de 8 891 150 actions Hermès International (l'« **Offre Principale** »).

Les actions de la société Hermès International¹ (« **Hermès** »), sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000052292 (mnémonique RMS) (les « **Actions Hermès** »).

Afin de répondre aux attentes des actionnaires de Christian Dior qui souhaiteraient bénéficier d'une proportion différente d'Actions Hermès et/ou de numéraire, sans toutefois altérer la proportion globale de 66,11%² en numéraire et 33,89%² en Actions Hermès, l'Offre Principale est assortie, à titre subsidiaire, d'une offre publique d'achat simplifiée et d'une offre publique d'échange simplifiée (les « **Offres Subsidiaires** »), dont les caractéristiques sont les suivantes :

- (i) offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire (l'« **OPA Subsidiaire** ») : dans la limite de 66,11%² en numéraire telle que définie à la section 2.3.3 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir les Actions qu'ils détiennent contre 260 euros pour une Action apportée;
- (ii) offre publique d'échange simplifiée à titre subsidiaire (l'« **OPE Subsidiaire** ») : dans la limite de 33,89%² en Actions Hermès telle que définie à la section 2.3.3 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société de recevoir 0,566 Action Hermès (coupon 2016 détaché) en échange d'une Action apportée.

Les actionnaires de la Société peuvent apporter leurs Actions (i) soit à l'Offre Principale, (ii) soit à l'une et/ou à l'autre des Offres Subsidiaries, (iii) soit à l'Offre Principale et à l'une et/ou à l'autre des Offres Subsidiaries.

Les Offres Subsidiaries feront l'objet le cas échéant d'un mécanisme de réduction afin d'obtenir :

- un montant total en numéraire à payer au titre de l'Offre égal au montant qui aurait été obtenu si tous les actionnaires de la Société ayant apporté à l'Offre avaient apporté leurs Actions à l'Offre Principale, et
- un nombre total d'Actions Hermès au titre de l'Offre égal au nombre qui aurait été obtenu si tous les actionnaires de la Société ayant apporté à l'Offre avaient apporté leurs Actions à l'Offre Principale.

¹ Société en commandite par actions, dont le siège social est situé au 24 rue du Faubourg-Saint-Honoré, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 572 076 396

² Les pourcentages et le ratio indiqués constituent des arrondis. Les pourcentages exacts sont déterminés par le rapport entre d'une part, la composante en numéraire de l'Offre Principale, soit 172 euros, et d'autre part, la composante en Actions Hermès de l'Offre Principale, soit 0,192 multiplié par 459,3 euros (cours de clôture d'Hermès au 24 avril 2017 retraité de 2,25 euros, solde du dividende de 3,75 euros au titre de l'exercice 2016 qui sera proposé à l'assemblée générale d'Hermès en date du 6 juin 2017).

Ce mécanisme de réduction est décrit plus amplement à la section 2.3.3 du Projet de Note d'Information.

Les Actions Hermès remises dans le cadre de l'Offre seront remises « coupon 2016 détaché » (« **Coupon 2016 Détaché** »)³. Par ailleurs, il est précisé qu'aucun ajustement des termes de l'Offre ne sera effectué par l'Initiateur en cas de distribution par Hermès postérieure à la date du projet de note en réponse.

A l'exception du dividende 2016 approuvé par l'assemblée générale annuelle de la Société du 13 avril 2017, si la Société devait procéder à une distribution, sous quelque forme que ce soit (dividendes, réserves ou primes), entre le 22 mai 2017 (inclus) et le règlement-livraison de l'Offre dont la date de détachement interviendrait avant la date de règlement-livraison de l'Offre, les termes de l'Offre seraient ajustés selon un mécanisme d'ajustement décrit à l'article 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.3. Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation, soit du 8 juin 2017 au 28 juin 2017 inclus.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.10 du Projet de Note d'information.

L'Initiateur ne mettra pas en œuvre la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans les trois (3) mois suivants la clôture de l'Offre, quel que soit le résultat de l'Offre. Plus généralement, l'Initiateur a l'intention de maintenir l'admission des Actions aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre et en fonction du résultat de l'Offre, se réserve la possibilité de procéder à des achats d'Actions.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Rothschild & Cie Banque, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **CA-CIB** »), Natixis et Société Générale, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont déposé auprès de l'AMF le 22 mai 2017 le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information.

Il est précisé que seules CA-CIB, Natixis et Société Générale garantissent conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

1.4. Traitement des rompus

Aucune fraction d'Action Hermès ne peut être remise dans le cadre de l'Offre. Les actionnaires de Christian Dior qui apporteront à l'Offre un nombre d'Actions ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'Actions Hermès seront considérés comme ayant expressément accepté de participer

³ Sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires d'Hermès en date du 6 juin 2017 du dividende de 3,75 euros au titre de l'exercice 2016, il est prévu que le solde de ce dividende d'un montant de 2,25 euros soit détaché le 8 juin 2017.

au mécanisme de revente des Actions Hermès formant rompus décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

En contrepartie de la fraction d'Action Hermès formant rompus, l'actionnaire de Christian Dior recevra un montant en numéraire (en euro, arrondi au centime d'euro le plus proche, étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à un centime d'euro) égal à cette fraction d'Action Hermès multiplié par le prix moyen par Action Hermès, net de frais, résultant de la cession de l'ensemble des Actions Hermès formant rompus.

A cet effet, un intermédiaire habilité désigné par l'Initiateur cèdera sur le marché les Actions Hermès formant rompus pour le compte des actionnaires de Christian Dior. La cession de l'ensemble des Actions Hermès formant rompus (leur nombre tel que communiqué par Euronext Paris étant arrondi à l'unité supérieure) interviendra au plus tard dix jours de négociation après le règlement-livraison de l'Offre. Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires de Christian Dior dans les meilleurs délais suivant cette date.

Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par un actionnaire de Christian Dior en contrepartie d'une fraction d'Action Hermès formant rompus, même en cas de retard de paiement de ce montant.

1.5. Situation des bénéficiaires de plans d'Options d'Achat, de plans d'attribution gratuite d'Actions et d'Actions de performance et des participants à un plan d'épargne entreprise

1.5.1. Situation des bénéficiaires de plan d'Options d'Achat

A l'exception des membres du Groupe Familial Arnault, les bénéficiaires d'Options d'Achat attribuées par la Société dans le cadre des plans 2008 et 2009 pourront apporter à l'Offre les Actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice d'Options d'Achat. Il est rappelé que chaque Option d'Achat donne droit à une Action.

Au 20 mai 2017, 543 010 Options d'Achat sont en vie et exerçables, dont 357 156 Options d'Achat exerçables par les membres du Groupe Familial Arnault.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Options d'Achat au 20 mai 2017.

	Plan 2008	Plan 2009	
Date de l'Assemblée	11/05/2006	11/05/2006	
Date du conseil d'administration	15/05/2008	14/05/2009	Total
Nombre total d'options attribuées à l'ouverture du plan	484 000	332 000	816 000
Nombre de bénéficiaires	25	26	
Point de départ d'exercice des options	15/05/2012	14/05/2013	
Date d'expiration	14/05/2018	13/05/2019	
Prix d'exercice (en euros) ^(a)	67,31	47,88	
Nombre cumulé d'options exercées ^(a)	150 455	94 614	245 069
Nombre cumulé d'options caduques ^(a)	32 000	45 000	77 000
Options d'Achat en vie au 20 mai 2017^(a)	330 712	212 298	543 010

^(a) Après ajustements liés aux distributions en nature d'Actions Hermès du 17 décembre 2014

1.5.2. Situation des bénéficiaires de plans d'attribution gratuite d'Actions et d'Actions de performance

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Actions gratuites et des Actions de performance au 20 mai 2017.

	Plan 2013		Plan 2014		Plan 2015		Plan 2016		
Date de l'Assemblée	26/10/2012		26/10/2012		01/12/2015		01/12/2015		
Date du conseil d'administration	25/07/2013		16/10/2014		01/12/2015		06/12/2016		
	Actions gratuites	Actions de performance	Actions gratuites	Actions de performance	Actions gratuites	Actions de performance	Actions gratuites	Actions de performance	Total
Nombre total d'Actions attribuées provisoirement à l'ouverture du plan	6 000	82 521	6 000	89 185	5 000	64 511	5 000	64 851	323 068
Nombre de bénéficiaires	1	40	1	40	1	44	1	52	
Date d'attribution définitive	25/07/2016	25/07/2016 ^(a)	16/10/2017	16/10/2017 ^(b)	01/12/2018	01/12/2018	06/12/2019	06/12/2019	
Date à partir de laquelle les Actions sont cessibles	25/07/2018	25/07/2018 ^(a)	16/10/2019	16/10/2019 ^(b)	01/12/2018	01/12/2018	06/12/2019	06/12/2019	
Condition de performance	-	Satisfaite	-	Satisfaite	-	Satisfaite en 2016	-	Non applicable en 2016	
Nombre cumulé d'attributions définitives au 20/05/2017 ^(c)	6 529	80 284	-	-	-	-	-	-	86 813
Nombre cumulé d'attributions caduques au 20/05/2017 ^(c)	-	715	-	-	-	-	-	-	715
Attributions en vie au 20 mai 2017 ^(c)	-	8 758	6 529	97 071	5 000	64 511	5 000	64 851	251 720

(a) Attribution définitive et cessibilité des Actions le 25 juillet 2017 pour les bénéficiaires ayant leur résidence fiscale hors de France

(b) Attribution définitive et cessibilité des Actions le 16 octobre 2018 pour les bénéficiaires ayant leur résidence fiscale hors de France

(c) Après ajustements liés aux distributions en nature d'Actions Hermès du 17 décembre 2014

Au 20 mai 2017, 251 720 Actions gratuites et Actions de performance sont en période d'acquisition (dont 66 779 Actions de performance en période d'acquisition au bénéfice de certains membres du Groupe Familial Arnault) et couvertes par des Actions auto détenues de la Société.

Sous réserve des dérogations légales aux règles d'incessibilité (cas du décès ou de l'invalidité du bénéficiaire), les Actions gratuites et les Actions de performance définitivement attribuées relevant de plans d'attribution fixant une période de conservation qui expire postérieurement à la date de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Incessibles** ») ne pourront pas être apportées à l'Offre, soit au 20 mai 2017, 86 813 Actions gratuites et Actions de performance.

1.5.3. Situation des actionnaires dont les Actions sont détenues en direct au sein du plan d'épargne entreprise

Les Actions détenues directement au sein du plan d'épargne entreprise (le « **PEE** ») et dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans prévu par l'article L.3332-25 du code du travail n'aura pas expiré à la date de règlement-livraison de l'Offre (les « **Actions en PEE Bloquées** ») ne pourront être apportées à l'Offre.

1.6. Mécanisme de liquidité

Dans le cas où la liquidité serait fortement réduite à l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de mettre en place un mécanisme de liquidité par lequel l'Initiateur s'engagerait à acquérir :

- (i) les Actions gratuites ou de performance de la Société, dont la période d'acquisition n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ;
- (ii) les Actions Gratuites Incessibles ;
- (iii) les Actions en PEE Bloquées ;
- (iv) les Actions placées sous condition fiscale de conservation pour bénéficier des dispositions de l'article 885 I quater du code général des impôts jusqu'à une date postérieure à la clôture de l'Offre ; et
- (v) les Actions qui seront remises sur exercice d'Options d'Achat qui n'auraient pas été exercées à la date de clôture de l'Offre.

Ce mécanisme de liquidité prendrait la forme d'un contrat synallagmatique stipulant (i) une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au profit de l'attributaire ou du titulaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire ou le titulaire concerné au profit de l'Initiateur. Le prix d'exercice serait en ligne avec le prix de l'Offre indexé par référence à l'évolution du cours de bourse des actions LVMH à compter de la clôture de l'Offre.

II. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

2.1.1 Détention du Groupe Familial Arnault

Le groupe familial Arnault, composé de la famille Arnault et des sociétés suivantes contrôlées par elle, à savoir (i) Groupe Arnault, (ii) Financière Agache, (iii) Le Peigné et (iv) l'Initiateur (le « **Groupe Familial Arnault** »), détient directement et indirectement 74,08% du capital et 84,68% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Initiateur détient directement 62,38% du capital et 71,92% des droits de vote théoriques de la Société.

Le Groupe Familial Arnault détient par ailleurs, directement et indirectement, en portefeuille 8 955 471 Actions Hermès représentant 8,48% du capital d'Hermès, dont 8 771 914 Actions Hermès détenues par Semyrhamis et 183 557 Actions Hermès détenues, directement et indirectement, par les autres membres du Groupe Familial Arnault.

2.1.2 Un projet stratégique comportant deux volets

Le 25 avril 2017, le Groupe Familial Arnault, la Société et LVMH Moët Hennessy – Louis Vuitton

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

(« **LVMH** ») ont annoncé, par voie de communiqué de presse, disponible sur les sites internet respectifs de la Société (www.dior-finance.com), de LVMH (www.lvmh.fr) et de Semyrhamis (www.semyrhamis-finance.com), un projet stratégique qui comporte deux volets :

- (i) le renforcement du pôle Mode et Maroquinerie du groupe LVMH par l'acquisition auprès de la Société de la société Grandville, détenant 100% du capital et des droits de vote de Christian Dior Couture ainsi que d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de Christian Dior Couture (la « **Cession** ») ; et
- (ii) la simplification des structures du groupe Christian Dior - LVMH au moyen de l'Offre.

Consécutivement à cette annonce, l'AMF a publié le 25 avril 2017 un avis de préoffre (n°217C0860) relatif à la Société.

Dans le cadre de ce projet, l'Offre (i) permet à l'Initiateur de renforcer sa participation au sein de la Société, marquant ainsi la confiance du Groupe Familial Arnault dans les perspectives à long terme de LVMH et de ses marques, et (ii) constitue une opportunité de liquidité pour les actionnaires de la Société, dans un contexte où l'Action cote actuellement à ses plus hauts historiques.

(a) Accord de cession conclu entre LVMH et la Société

LVMH et la Société, laquelle détient directement et indirectement 40,94% du capital et 56,34% des droits de vote théoriques de LVMH, ont conclu le 24 avril 2017 un protocole de négociation non engageant en vue de fixer les principes de négociation de la Cession pour une valeur d'entreprise de la branche Christian Dior Couture de 6,5 milliards d'euros⁴, soit 15,6x l'EBITDA⁵ ajusté des 12 derniers mois à mars 2017.

Christian Dior Couture

Fondée par Monsieur Dior il y a 70 ans, Christian Dior Couture est l'inspirateur de la mode mondiale depuis sa création. Elle est l'une des marques de luxe les plus prestigieuses au monde. Son positionnement unique s'étend sur la plupart des familles de produits de haute qualité, telles que la Maroquinerie, la Haute-Couture, le Prêt-à-Porter Femme et Homme, la Joaillerie ou les Souliers, et s'appuie sur des savoir-faire d'exception. Les créations Dior sont distribuées quasi-exclusivement au sein de son propre réseau mondial de 198 boutiques. Ce réseau représente 93% des ventes de la marque et lui assure la maîtrise de sa distribution et de son image. Christian Dior Couture détient un patrimoine d'actifs immobiliers stratégiques à des emplacements de premier plan, notamment sa boutique historique de l'avenue Montaigne, la boutique de New Bond Street à Londres⁶ et la nouvelle boutique de Ginza à Tokyo⁶.

Les ventes ont été multipliées par deux au cours des cinq dernières années : cette dynamique illustre son potentiel de croissance pour les années à venir. En outre, sa rentabilité s'est améliorée sur cette période, avec une progression de son résultat opérationnel courant de 24% par an.

⁴ En ce compris la valeur d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de Christian Dior Couture détenus par la société Grandville.

⁵ EBITDA ajusté, après prise en compte des charges de la Société supportées par l'acquéreur post-Cession, et avant résultat net des sociétés mises en équivalence.

⁶ Détenues conjointement avec la holding Grandville.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Christian Dior Couture a poursuivi sa dynamique de croissance, avec des ventes sur 12 mois (au 31 mars 2017) de plus de 2 milliards d'euros, pour un EBITDA⁵ de 418 millions d'euros et un résultat opérationnel courant⁷ de 270 millions d'euros.

Une opération stratégique pour LVMH

Le projet de Cession permettra à LVMH d'intégrer une des marques au monde les plus emblématiques. Il donnera lieu au regroupement des marques Dior Couture et Parfums Christian Dior, cette dernière faisant déjà partie du groupe LVMH.

Fort de son histoire et de ses perspectives favorables, Christian Dior Couture constituera une source de croissance pour LVMH. Au cours des prochaines années, le développement de Christian Dior Couture sera notamment soutenu par une nouvelle dynamique créative et par les investissements importants déjà réalisés, en particulier en Amérique, en Chine et au Japon.

La Cession est attendue relative pour le résultat net par action de LVMH dès la première année (+2,7% sur une base 2016 pro forma).

A la suite de la Cession, le *gearing* de LVMH passera de 12% au 31 décembre 2016 à 35% sur une base pro forma.

Soutien des conseils d'administration de LVMH et de la Société

Les conseils d'administration de LVMH et de la Société réunis le 24 avril 2017 ont, à l'unanimité, émis, sur la base notamment des travaux de leur banque-conseil respective, un avis favorable à la signature d'un protocole de négociation.

Signature d'un accord définitif de Cession

La Cession a fait l'objet de diligences confirmatoires. Le Comité d'entreprise de Christian Dior Couture, consulté sur le projet de Cession, a rendu le 18 mai 2017 un avis favorable sur ce projet.

La conclusion d'un accord définitif de Cession (le « **Contrat de Cession** ») a été approuvée par les conseils d'administration de la Société et LVMH le 22 mai 2017 au titre des conventions réglementées. Par ailleurs, une revue des termes financiers de l'opération pour LVMH comme pour la Société a été menée par deux experts indépendants désignés par le conseil d'administration de chacune des parties, étant précisé que l'expert indépendant désigné par la Société intervient également au titre de l'Offre.

A la suite des réunions des conseils d'administration de la Société et LVMH tenues le 22 mai 2017, LVMH et la Société ont annoncé, par voie de communiqué de presse conjoint, la conclusion du Contrat de Cession prévoyant (i) le transfert de l'intégralité du capital et des droits de vote de la société Grandville à LVMH, (ii) un prix des titres de la société Grandville de 6 milliards d'euros, (iii) la mise en place d'un crédit vendeur pour une période de deux ans, avec possibilité de remboursement anticipé sans pénalité, et un taux d'intérêt annuel de 1% et (iv) la réalisation de la Cession sous réserve d'une décision de conformité de l'Offre par l'AMF devenue définitive, étant précisé en tout état de cause que la réalisation de la Cession n'interviendra pas avant le 3 juillet 2017.

⁷ Après prise en compte des charges de la Société supportées par l'acquéreur post-Cession et intégrant le résultat net des sociétés mises en équivalence.

(b) Projet d'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur, société du Groupe Familial Arnault, lequel détient directement et indirectement 74,08% du capital et 84,68% des droits de vote théoriques de la Société, a fait part de son intention de déposer le projet d'Offre au conseil d'administration de la Société qui, réuni le 24 avril 2017, a (i) accueilli favorablement à l'unanimité le principe et les termes de l'opération envisagée, (ii) décidé la création d'un comité *ad hoc* composé de trois administrateurs indépendants en charge d'assurer le suivi du déroulement de la mission de l'expert indépendant (le « **Comité** ») et (iii) désigné sur proposition des membres du comité *ad hoc*, le cabinet Finexsi, représenté par Olivier Peronnet et Olivier Courau, en tant qu'expert indépendant, conformément à l'article 261-1 I, 1° et 4° du Règlement général de l'AMF.

Le conseil d'administration de l'Initiateur a approuvé le dépôt du projet d'Offre le 22 mai 2017.

Sur la base des travaux de l'expert indépendant et de l'avis du comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société, réuni le 22 mai 2017, a examiné le projet d'Offre et recommandé à l'unanimité, Monsieur Bernard Arnault et Madame Delphine Arnault n'ayant pas pris part au vote, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre. L'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur l'Offre figure à la section III du présent projet de note en réponse.

2.2 Motifs de l'Offre

Comme indiqué à la section 2.1.2, l'Offre s'inscrit dans un projet stratégique comportant deux volets visant à (i) renforcer le pôle Mode et Maroquinerie du groupe LVMH au moyen de la Cession et (ii) simplifier les structures du groupe Christian Dior - LVMH. A l'annonce du projet d'Offre, l'Offre reflétait une prime de 14,7%⁸ sur le dernier cours de bourse de la Société, de 18,6% sur son cours moyen pondéré par les volumes 1-mois⁹, de 25,9% sur son cours moyen pondéré des volumes 3-mois⁹ et de 32,8% sur son cours moyen pondéré des volumes 6-mois⁹, en ligne avec l'actif net réévalué de la Société. Ainsi l'Offre constitue une opportunité de liquidité pour les actionnaires dans un contexte où l'Action cote actuellement à ses plus hauts historiques.

III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Le Comité a présenté les conclusions de ses travaux au conseil d'administration de la Société qui les a prises en considération dans son avis motivé.

L'extrait du procès-verbal concernant l'avis motivé est reproduit ci-après :

« Le 22 mai 2017, le Conseil d'Administration s'est réuni au siège social, sous la présidence de Monsieur Bernard Arnault, afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

La totalité des administrateurs étaient présents ou représentés à cette réunion, à savoir:

⁸ Sur la base d'un cours de bourse de clôture d'Hermès au 24 avril 2017 retraité de 2,25 euros, solde du dividende de 3,75 euros au titre de l'exercice 2016 qui sera proposé à l'assemblée générale d'Hermès en date du 6 juin 2017, soit 459,30 euros.

⁹ Cours moyen pondéré par les volumes au 24 avril 2017. Cours de bourse de Christian Dior jusqu'au 18 avril 2017 inclus ajustés du détachement du dernier dividende.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *Monsieur Bernard Arnault, Président du Conseil d'administration,*
- *Monsieur Sidney Toledano, Directeur général et Vice-Président,*
- *Madame Delphine Arnault,*
- *Madame Hélène Desmarais,*
- *Monsieur Renaud Donnedieu de Vabres,*
- *Madame Ségolène Gallienne,*
- *Monsieur Christian de Labriffe,*
- *Madame Maria Luisa Loro Piana.*

Monsieur Jaime de Marichalar y Sáenz de Tejad, censeur, participait également à la réunion du Conseil.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance, Monsieur Bernard Arnault et Madame Delphine Arnault se sont abstenus de prendre part au vote relatif à l'avis motivé.

Le Conseil d'Administration a notamment pris connaissance des documents suivants:

- *le projet de note d'information de l'Initiateur devant être déposé auprès de l'AMF, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre, et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *le projet de note en réponse de la Société, contenant notamment le rappel des principaux termes et conditions de l'Offre et les informations concernant la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF ;*
- *le rapport de l'expert indépendant reproduit également dans le projet de note en réponse de la Société, établi, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, par le cabinet Finexsi.*

Le Conseil d'administration a tout d'abord constaté que :

- *le Groupe Familial Arnault détient directement et indirectement – notamment par l'intermédiaire de l'Initiateur – 74,08% du capital et 84,68% des droits de vote théoriques de la Société ;*
- *l'Offre, qui s'effectue dans un cadre amical et sera ouverte pendant 15 jours de négociation, est une offre volontaire qui porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par le Groupe Familial Arnault, en excluant les actions auto-détenues à l'exception de certaines actions susceptibles d'être remises en cas d'attribution définitive d'actions gratuites ou d'actions de performance ou d'exercice d'options d'achat ;*
- *au titre de l'Offre, l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société, à titre principal, d'apporter leurs Actions à l'Offre et de recevoir en contrepartie, pour une Action apportée 172 euros et 0,192 action Hermès International (coupon 2016 détaché). Cette Offre principale (l'« **Offre Principale** ») est assortie à titre subsidiaire d'une offre publique d'achat simplifiée et d'une offre publique d'échange simplifiée permettant aux actionnaires (chacune dans les limites rappelées dans le projet de note d'information de l'Initiateur) :*
 - *d'opter pour un paiement exclusivement en numéraire et de recevoir 260 euros pour 1 action de la Société apportée à l'Offre (l'« **OPA Subsidiaire** ») ;*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *d'opter pour un paiement exclusivement en actions Hermès International et de recevoir 0,566 action Hermès International pour 1 action de la Société apportée à l'Offre (l'« **OPE Subsidaire** ») ;*
- *l'Offre s'inscrit dans le cadre du projet stratégique annoncé par la Société et LVMH le 25 avril 2017, lequel comporte en plus de l'Offre le renforcement du pôle Mode et Maroquinerie du groupe LVMH par l'acquisition de Christian Dior Couture auprès de Christian Dior pour une valeur d'entreprise de 6,5 Mds€ ;*
- *l'Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix qui se situe dans la fourchette haute d'estimation résultant des critères de valorisation. Ainsi l'Offre Principale extériorise une prime de 14,7% sur le cours de clôture au 24 avril 2017 de 226,9 € (plus haut historique), de 18,6% sur le cours moyen 1 mois, de 25,9% sur le cours moyen 3 mois et de 32,8% sur le cours moyen 6 mois (ces cours moyens étant pondérés par les volumes) ;*
- *l'Offre Principale et l'OPE Subsidaire offrent par ailleurs la possibilité aux actionnaires qui le souhaitent d'échanger leurs titres pour des actions Hermès.*

Le Conseil d'administration a ensuite relevé les principales intentions suivantes de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- *l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la stratégie de la Société, étant précisé qu'à la suite de la Cession la Société aura pour principal actif une participation directe et indirecte de 40,94% du capital et 56,34% des droits de vote dans LVMH ;*
- *l'Initiateur entend poursuivre la politique de la Société en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines, étant précisé que la Société n'a pas de salariés ;*
- *l'Initiateur n'envisage aucune recomposition du Conseil d'administration ;*
- *à l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de proposer à la Société d'ajuster la distribution de dividende de la Société en fonction de l'évolution de ses résultats, étant précisé que dès lors que le prix de la Cession aura été intégralement payé par LVMH à la Société, l'Initiateur a l'intention de proposer à la Société la distribution de tout ou partie des montants ainsi reçus par la Société ;*
- *à l'issue de l'Offre, l'Initiateur ne mettra pas en œuvre la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans les trois (3) mois suivants la clôture de l'Offre, quel que soit le résultat de l'Offre. Plus généralement, l'Initiateur a l'intention de maintenir l'admission des Actions aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre et en fonction du résultat de l'Offre, se réserve la possibilité de procéder à des achats d'Actions.*

Après constatation des éléments visés ci-dessus, le Président invite le cabinet Finexsi, représenté par Olivier Peronnet, invité à la séance du Conseil d'administration, à présenter son rapport duquel il ressort que :

- *l'Offre, établie sur une base volontaire, s'inscrit dans le cadre de la réorganisation et de la simplification de la détention du capital et du contrôle du Groupe Familial Arnault sur le capital de LVMH, et de l'intégration de Christian Dior Couture dans le portefeuille de marques du groupe LVMH ;*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *l'Offre permet un accès à la liquidité pour les actionnaires de Christian Dior à un prix, la veille de l'annonce (24 avril 2017), de 260,2€ (Offre Principale) et 260,0€ (Offres Subsidiaires) par action Christian Dior, qui appelle les remarques suivantes :*
 - *il se trouve dans la fourchette de l'ANR déterminée sur la base :*
 - *d'une évaluation de LVMH en ligne avec son plus haut cours de bourse avant annonce, et au-delà de son évaluation DCF sur la base du consensus d'analystes ; et*
 - *du prix de cession de la branche Christian Dior Couture de 6Md€ ;*
 - *il reflète une prime de 15% sur son cours du 24 avril 2017 de 226,9€, son plus haut historique ;*
 - *il reflète une prime sur les autres critères secondaires des cours cible des analystes et de l'actualisation des dividendes.*
- *en outre, les termes de paiement partiel de la branche principale en action Hermes (0,192 action Hermes en sus de 172€) impliquent une exposition limitée à l'éventuelle baisse du cours de l'action de cette société, dont le flottant se trouvera accru, à hauteur de 8% de son capital au maximum. Pour l'actionnaire qui choisirait l'offre subsidiaire en titres Hermes exclusivement (0,566 action Hermes pour l'action Christian Dior), son exposition au cours actuel de l'action Hermes serait accrue, mais il bénéficierait d'une parité avec l'action Christian Dior favorable par rapport à la parité historique de leurs cours de bourse ;*
- *la cession de la branche Christian Dior Couture par Christian Dior à LVMH concomitante à l'Offre constitue une opération connexe qui a fait l'objet de la part du cabinet Finexsi d'un rapport d'Expert Indépendant concluant au caractère équitable du prix de 6Md€ convenu entre les parties à la transaction. Il n'existe pas à la connaissance du cabinet Finexsi d'autres accords ou opérations connexes à l'Offre susceptibles de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires sur le plan financier ;*
- *en définitive, les travaux de valorisation conduits et les considérations qui précèdent conduisent le cabinet Finexsi à conclure que les termes de l'Offre sur les actions de Christian Dior SE sont équitables pour ses actionnaires.*

Une fois cette présentation terminée, le Président invite Monsieur Christian de Labriffe à présenter, au nom du Comité, le compte-rendu des travaux du Comité, qui a été mis à la disposition des administrateurs, ainsi que les principales conclusions de ses travaux s'agissant des conditions de l'Offre, selon lesquelles :

- *l'approche retenue pour apprécier la contre-valeur offerte est pertinente. Celle-ci ressort la veille de l'annonce (le 24 avril 2017) à 260,2 € pour l'Offre Principale, à 260,0 € pour l'Offre Subsidaire et à 260,0 € pour l'OPA Subsidaire ;*
- *l'actif net réévalué apparaissait comme la méthode la plus pertinente pour valoriser la Société dans le cadre de l'Offre, le Comité constatant que le prix offert se situe dans la fourchette d'actif net réévalué à la date de l'annonce de l'Offre (25 avril 2017) et par ailleurs extériorise un niveau de prime très notable au regard des différentes moyennes de cours de bourse sur différentes périodes de référence (entre 15% et 33% selon le cas) ;*
- *les termes et conditions de l'Offre sont équitables pour les actionnaires, le Comité recommandant en conséquence au Conseil d'administration de rendre un avis favorable sur l'Offre.*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, a décidé, à l'unanimité, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés, et de ses actionnaires et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ».

IV. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

L'extrait du procès-verbal concernant les intentions des membres du conseil d'administration de la Société est reproduit ci-après :

« Le Président indique au Conseil que, dans le cadre de l'Offre, la Société doit établir une note en réponse laquelle doit notamment préciser les intentions des membres du Conseil d'administration quant à l'apport à l'Offre des actions de la Société qu'ils détiennent.

Il rappelle qu'en tant que membres du Groupe Familial Arnault, ni lui ni Delphine Arnault n'apporteront leurs actions à l'Offre.

Il précise également que :

- les membres du Conseil d'administration n'apporteront pas à l'Offre les 200 actions qu'ils doivent détenir tout au long de leur mandat en application des statuts de la Société ;*
- Semyrhamis a indiqué se réserver la possibilité de mettre en place un mécanisme de liquidité destiné aux bénéficiaires de stock-options et/ou d'actions gratuites ou de performance qui, pour des raisons liées au régime juridique spécifique applicable, n'apporteraient pas leurs actions de la Société à l'Offre. Ce mécanisme de liquidité prendrait la forme d'un contrat synallagmatique stipulant (i) une promesse d'achat consentie par Semyrhamis au profit de l'attributaire ou du titulaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire ou le titulaire concerné au profit de Semyrhamis. Le prix d'exercice serait en ligne avec le prix de l'Offre indexé par référence à l'évolution du cours de bourse des actions LVMH à compter de la clôture de l'Offre.*

Chacun de Madame Hélène Desmarais, Madame Ségolène Gallienne, Monsieur Renaud Donnedieu de Vabres et Monsieur Christian de Labriffe déclare ne pas détenir d'autres actions de la Société que les actions d'administrateur.

Monsieur Toledano indique pour sa part au Conseil que toutes les actions dont il est propriétaire relèvent de programmes de rétention des cadres dirigeants et sont soumises à un régime juridique spécifique justifiant qu'il ne les apporte pas à l'Offre et prend acte de l'intention de la société Semyrhamis quant à la mise en place d'un mécanisme de liquidité.

Le Conseil d'administration prend acte des intentions de chacun de ses membres ».

V. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 855 272 Actions qu'elle détient.

VI. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Sous réserve du Contrat de Cession décrit à la section 2.1 ci-dessus, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

VII. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société, d'un montant de 361 015 032 euros, est divisé en 180 507 516 Actions, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie ; 126 866 515 Actions bénéficient d'un droit de vote double, accordé aux Actions détenues sous forme nominative depuis plus de trois ans.

Au 20 mai 2017, à la connaissance de la Société et sur la base des déclarations reçues par elle, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	Nombre de droits de vote théoriques	% du capital	% des droits de vote théoriques
Groupe Familial Arnault dont :	133 714 971	260 287 308	74,08	84,68
Famille Arnault	1 107 771	1 397 021	0,61	0,45
Groupe Arnault	1 177 933	2 355 866	0,65	0,77
Financière Agache	17 458 700	34 102 410	9,67	11,09
Semyrhamis	112 599 333	221 060 777	62,38	71,92
Le Peigné	1 371 234	1 371 234	0,76	0,45
Autres actionnaires	45 937 273	46 231 451	25,45	15,04
Auto détention	855 272	855 282	0,47	0,28
Total	180 507 516	307 374 031	100,00	100,00

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

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de conventions stipulant de quelconques restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions de la Société.

L'article 8 des statuts de la Société (les « Statuts ») prévoit cependant que toute personne physique ou morale qui vient à posséder un nombre d'Actions représentant plus de 1% du capital de la société, devra informer cette dernière dans un délai de huit jours à compter du franchissement de ce seuil et à chaque fois qu'elle franchira de nouveau un seuil de 1%. Toutefois, cette obligation cesse lorsque la part de capital détenue est égale ou supérieure à 60% du capital.

En cas de non respect de ces obligations d'information, les Actions excédant chacune des fractions qui auraient dû être déclarées sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui

se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de trois mois suivant la date de régularisation de la notification et ce, sous réserve de la demande consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée Générale d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital.

7.2.2 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 des présentes, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.2.3 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

A 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 au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1er janvier 2017

Aucun franchissement de seuil n'a été déclaré depuis le 1^{er} janvier 2017.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et 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

A l'exception des dispositions statutaires ci-après relatives au renouvellement des mandats (article 9 des Statuts), à l'âge des administrateurs (article 9 des Statuts) ainsi qu'au nombre d'Actions dont les administrateurs doivent être propriétaires pendant la durée de leur mandat (article 10 des Statuts), aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration :

- en vue d'assurer un renouvellement des mandats aussi égal que possible et, en tout cas, complet pour chaque période de trois ans, le conseil d'administration aura la faculté de déterminer, en séance, un ordre de sortie par tirage au sort chaque année, d'un tiers des

membres. Une fois le roulement établi, les renouvellements s'effectuent par ancienneté de nomination.

- nul ne peut être nommé Administrateur si, ayant dépassé l'âge de quatre-vingt-cinq ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil d'administration le nombre d'Administrateurs ayant dépassé cet âge. Le nombre des Administrateurs ayant dépassé l'âge de quatre-vingt-cinq ans ne peut excéder le tiers, arrondi, le cas échéant, au chiffre immédiatement supérieur, des membres du conseil d'administration. Lorsque cette limite est dépassée, l'Administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel elle a été dépassée.
- chaque administrateur doit être propriétaire de deux cents Actions au moins pendant la durée de son mandat.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au conseil d'administration le pouvoir d'apporter aux statuts les modifications nécessaires pour les mettre en harmonie avec les dispositions législatives et réglementaires, sous réserve de ratification de ces modifications par la prochaine Assemblée générale extraordinaire.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires, présents ou représentés, possèdent au moins sur première convocation, le quart des Actions ayant le droit de vote, ou sur deuxième convocation, ainsi qu'en cas de prorogation de la seconde assemblée, le cinquième desdites Actions.

Les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers des voix valablement exprimées. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux Actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, ou s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

7.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Echéance/durée	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations	Montant maximal autorisé	Suspension de la délégation en période d'offre publique (de la date du dépôt à la fin de la période d'offre)
1 ^{er} décembre 2015 (14 ^e résolution)	Attribution gratuite d'Actions à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, ou d'Actions existantes au profit des salariés et/ou de dirigeants mandataires sociaux de la Société et des entités liés	26 mois	Attribution de 69 511 Actions en 2015 et de 69 851 Actions en 2016.	1% du capital social ^{(a)(b)} (à la date de l'Assemblée générale mixte du 1 ^{er} décembre 2015) 1 805 075 Actions	
6 décembre 2016 (12 ^e résolution)	Programme de rachat d'Actions (prix d'achat maximal : 300 euros)	5 juin 2018 (18 mois)	Mouvements au cours de l'exercice : Achats : 51 591 Ventes : -	10% du capital social 18 050 751 Actions	Oui
6 décembre 2016 (13 ^e résolution)	Augmentation du capital par incorporation de bénéfices, réserves, primes ou autres	5 février 2019 (26 mois)	Néant	80 millions d'euros ^(c) 40 000 000 Actions	Non
6 décembre 2016 (14 ^e résolution)	Réduction du capital par annulation des Actions achetées dans le cadre de programmes de rachat d'Actions	5 juin 2018 (18 mois)	Néant	10% du capital social par période de 24 mois	Non
6 décembre 2016 (15 ^e résolution)	Emission d'Actions, et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec maintien du droit préférentiel de souscription	5 février 2019 (26 mois)	Néant	80 millions d'euros ^{(c)(d)} 40 000 000 Actions	Oui
6 décembre 2016 (16 ^e résolution)	Emission par offre au public d'Actions ordinaires, et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec suppression du droit préférentiel de souscription avec faculté de droit de priorité	5 février 2019 (26 mois)	Néant	80 millions d'euros ^{(c)(d)} 40 000 000 Actions	Oui
6 décembre 2016 (17 ^e résolution)	Emission d'Actions, et/ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par placement privé au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs	5 février 2019 (26 mois)	Néant	1. 80 millions d'euros ^(c) (d) 40 000 000 Actions 2. Plafond par an : 20% du capital social apprécié à la date d'émission	Oui
6 décembre 2016 (18 ^e résolution)	Fixation du prix d'émission des Actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre d'une augmentation du capital social par émission sans droit préférentiel de souscription d'Actions (en	5 février 2019 (26 mois)		10% du capital social par an (à la date d'émission)	Non

^(a) Plafond de 1 % du capital à la date des Assemblées générales mixtes du 1^{er} décembre 2015 et du 6 décembre 2016

^(b) Sous réserve du respect du plafond global de 80 millions d'euros visé ci-dessus sur lequel s'imputerait ce montant

^(c) Montant nominal maximal. Sur ce montant s'imputerait le montant nominal de toute augmentation de capital décidée en application des autres délégations de compétence.

^(d) Sous réserve du respect du plafond global de 80 millions d'euros visé au (a), ce montant est susceptible d'être augmenté dans la limite de 15 % de l'émission initiale en cas de demandes excédentaires (Assemblée du 6 décembre 2016 – 19^e résolution)

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation ou la délégation	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Echéance/durée	Utilisation effective de ces autorisations ou de ces délégations	Montant maximal autorisé	Suspension de la délégation en période d'offre publique (de la date du dépôt à la fin de la période d'offre)
	application des 16 ^e et 17 ^e résolutions)				
6 décembre 2016 (19 ^e résolution)	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'options de sur-allocation en cas de souscriptions excédant le nombre de titres proposés (pour les émissions prévues aux 15 ^e , 16 ^e et 17 ^e résolutions)	5 février 2019 (26 mois)		Dans la limite des plafonds prévus aux quinzième, seizième et/ou dix-septième résolutions	Non
6 décembre 2016 (20 ^e résolution)	Emission d'Actions et/ ou de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou à l'attribution de titres de créances en rémunération de titres apportés à toute offre publique d'échange initiée par la Société	5 février 2019 (26 mois)	Néant	80 millions d'euros ^(c) 40 000 000 Actions	Oui
6 décembre 2016 (21 ^e résolution)	Emission d'Actions en rémunération d'apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans la limite de 10 % du capital social	5 février 2019 (26 mois)	Néant	10% du capital social de la Société ^(c) (à la date d'émission) 18 050 751 Actions	Oui
6 décembre 2016 (22 ^e résolution)	Attribution d'options de souscription avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires ou d'options d'achat d'Actions aux membres du personnel et aux dirigeants mandataires sociaux de la Société et des entités liées	5 février 2019 (26 mois)	Néant	1% du capital social ^{(a)(b)} (à la date de l'Assemblée générale mixte du 6 décembre 2016) 1 805 075 Actions	Non
6 décembre 2016 (23 ^e résolution)	Emission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au profit des adhérents de Plan(s) d'Epargne d'Entreprise du groupe	5 février 2019 (26 mois)	Néant	1% du capital social ^{(a)(b)} (à la date de l'Assemblée générale mixte du 6 décembre 2016) 1 805 075 Actions	Non
6 décembre 2016 (24 ^e résolution)	Limitation globale des émissions qui pourraient être décidées en vertu des présentes délégations de compétence au conseil d'administration	-		80 millions d'euros	Non

7.8 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par Semyrhamis et les autres membres du Groupe Familial Arnault, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

^(a) Plafond de 1 % du capital à la date des Assemblées générales mixtes du 1er décembre 2015 et du 6 décembre 2016

^(b) Sous réserve du respect du plafond global de 80 millions d'euros visé ci-dessus sur lequel s'imputerait ce montant

^(c) Montant nominal maximal. Sur ce montant s'imputerait le montant nominal de toute augmentation de capital décidée en application des autres délégations de compétence.

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

Il n'existe au sein de la Société ou de ses filiales aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les Actions de la Société.

VIII. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

En application des articles 261-1 I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Olivier Peronnet et Olivier Courau, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société réuni le 24 avril 2017, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Ce rapport est reproduit en Annexe ci-après.

IX. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.dior-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Christian Dior, 30 avenue Montaigne, 75008 Paris.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

X. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A 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. »

Sidney Toledano
Directeur Général de Christian Dior

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

ANNEXE

Rapport de l'expert indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

ChristianDior

ATTESTATION D'EQUITE

Offre publique mixte simplifiée initiée par la société
SEMYRHAMIS visant les actions de la société
CHRISTIAN DIOR SE

22 mai 2017



Sommaire

1	Présentation de l'Offre.....	5
1.1	Sociétés concernées par l'Offre.....	5
1.1.1	Présentation de la société initiatrice.....	5
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	5
1.2	Termes de l'Offre.....	5
2	Déclaration d'indépendance	8
3	Diligences effectuées.....	8
4	Présentation du groupe CHRISTIAN DIOR.....	10
4.1	Organigramme simplifié et situation actionnariale du groupe	10
4.2	Historique du Groupe	10
4.3	Principales activités	11
4.4	Présentation de LVMH, dont CHRISTIAN DIOR détient 40,94% du capital	12
4.4.1	Présentation des activités de LVMH	12
4.4.2	Présentation financière des activités.....	14
4.4.3	Caractéristiques et perspectives du marché	22
4.4.4	Matrice SWOT	23
4.5	Présentation de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE	24
4.5.1	Présentation de l'activité et données financières de CHRISTIAN DIOR COUTURE.....	25
4.5.2	Présentation du marché et des perspectives.....	27
4.5.3	SWOT	29
5	Evaluation des actions de la société CHRISTIAN DIOR.....	30
5.1	Méthodes d'évaluation écartées.....	30
5.1.1	Actif net comptable consolidé.....	30
5.1.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	30
5.1.3	Comparables boursiers	31
5.1.4	Transactions comparables	31
5.2	Méthodes d'évaluation retenues pour CHRISTIAN DIOR	31
5.2.1	Cours de bourse (à titre principal).....	31
5.2.2	Actif net comptable réévalué (à titre principal).....	32
5.2.3	Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire).....	36
5.2.4	Méthode du rendement (à titre secondaire).....	36
5.3	Mise en œuvre de la valorisation de la société CHRISTIAN DIOR.....	36
5.3.1	Données de référence de la société CHRISTIAN DIOR	36
5.3.2	Actif net réévalué.....	36



5.3.3	Référence au cours de bourse de CHRISTIAN DIOR.....	51
5.3.4	Objectifs de cours de bourse des analystes	53
5.3.5	Méthode du rendement (actualisation du flux de dividendes)	54
6	Opérations et accords connexes.....	56
7	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices	57
7.1	Choix des critères d'évaluation.....	57
7.2	Mise en œuvre des différents critères – CHRISTIAN DIOR	58
7.2.1	Données financières.....	58
7.2.2	Actif net réévalué.....	58
7.2.3	Analyse du cours de bourse.....	60
7.2.4	Objectifs de cours.....	60
7.2.5	Méthode du rendement (actualisation des dividendes futurs)	60
8	Appréciation des termes de paiement en actions de la société HERMES INTERNATIONAL dans le cadre de l'Offre (Offre Principale et OPE subsidiaire) 62	
8.1	Caractéristiques de l'action HERMES INTERNATIONAL	62
8.2	Comparaison des cours de bourse CHRISTIAN DIOR et HERMES INTERNATIONAL sur les deux dernières années	64
9	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre et des modalités de son paiement	65
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation de CHRISTIAN DIOR.....	65
9.2	Conclusion.....	65
	Annexe 1 : Présentation de Finexsi et déroulement de la mission	67
	Annexe 2 : Attestation d'équité sur le projet de cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE à LVMH par CHRISTIAN DIOR	72

Par un communiqué de presse du 25 avril 2017, le Groupe Familial Arnault¹, CHRISTIAN DIOR SE (la « Société » ou « CHRISTIAN DIOR ») et LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton (LVMH) ont annoncé un projet stratégique qui comporte deux volets concomitants :

- (i) la simplification des structures du groupe CHRISTIAN DIOR-LVMH au moyen d'une offre publique simplifiée de SEMYRHAMIS (société du Groupe Familial Arnault) sur les actions de CHRISTIAN DIOR SE que le Groupe Familial Arnault ne détient pas à ce jour, comportant une branche mixte principale rémunérée sous forme de 172€ en numéraire et 0,192 action HERMES INTERNATIONAL pour chaque action CHRISTIAN DIOR, assortie de deux offres à titre subsidiaire respectivement en numéraire (260€ par action CHRISTIAN DIOR) et en titres HERMES INTERNATIONAL (0,566 action HERMES INTERNATIONAL par action CHRISTIAN DIOR), ci-après l'« Offre » ;
- (ii) le renforcement du pôle Mode et Maroquinerie du groupe LVMH par l'acquisition auprès de CHRISTIAN DIOR des titres de la société GRANDVILLE, elle-même détenant 100% du capital et des droits de vote de CHRISTIAN DIOR COUTURE ainsi que d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de CHRISTIAN DIOR COUTURE, pour un prix des actions de la société GRANDVILLE de 6 Md€, ci-après la « Cession » ;

L'Offre et la Cession constituent ensemble et conjointement les Opérations.

Nous avons été désignés par le Conseil d'Administration de CHRISTIAN DIOR du 24 avril 2017, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre (i) du projet d'Offre de SEMYRHAMIS sur les actions CHRISTIAN DIOR non détenues par le Groupe Familial Arnault, sur les fondements des 1° et 4° de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, et (ii) de la Cession, en vertu des règles internes de CHRISTIAN DIOR. Nous avons effectué cette seconde mission aussi par référence à la recommandation 2012-05 de l'AMF sur la nomination d'un expert indépendant lorsque la conclusion d'une convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société.

Le présent rapport concerne notre appréciation sur le caractère équitable des modalités financières de l'Offre, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable des modalités de la Cession fait l'objet de notre part d'un rapport distinct établi ce même jour à destination du Conseil d'Administration de CHRISTIAN DIOR, et présenté en Annexe 2.

¹ Le Groupe Familial Arnault est composé de la Famille Arnault et des sociétés contrôlées par elle actionnaires de Christian Dior.

1 Présentation de l'Offre

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

SEMYRHAMIS est une société anonyme, dont le siège social est situé 30 avenue Montaigne, à Paris (75008).

Son capital social s'élève à 3.492.824.000 €. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 434 009 114.

SEMYRHAMIS fait partie du Groupe Familial Arnault. La société est une holding dont le principal actif est une participation majoritaire de 62,38% dans le capital de CHRISTIAN DIOR.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

CHRISTIAN DIOR SE est une société européenne dont le capital social s'élève à 361.105.032€, divisé en 180.507.516 actions admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 582.110.987.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables au 30 avril 2017 est la suivante :

Christian Dior - Actionnariat au 30 avril 2017

	Actions	%	Voix théoriques	%
<i>Semyrhamis</i>	112.599.333	62,38%	221.060.777	71,92%
<i>Famille Arnault et autres sociétés du Groupe Familial Arnault</i>	21.115.638	11,70%	39.226.531	12,76%
Groupe Familial Arnault	133.714.971	74,08%	260.287.308	84,68%
Auto-Detention	855.272	0,47%	855.272	0,28%
Public	45.937.273	25,45%	46.232.874	15,04%
Total	180.507.516	100%	307.375.454	100%

Source : Société

Au 20 mai 2017, l'actionnariat de CHRISTIAN DIOR n'a pas évolué.

1.2 Termes de l'Offre

SEMYRHAMIS, société du GROUPE FAMILIAL ARNAULT qui détient directement et indirectement 74,08% du capital et 84,68% des droits de vote de la société CHRISTIAN DIOR, offre aux actionnaires de la Société, autres que les membres du GROUPE FAMILIAL ARNAULT, d'acquérir et/ou d'échanger la totalité des actions de la société qu'ils détiennent.

Les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de la société SEMYRHAMIS du 22 mai 2017. L'Offre se décline en :

- une offre mixte simplifiée à titre principal, rémunérée sous forme de 172€ en numéraire et 0,192 action HERMES INTERNATIONAL (coupon 2016 détaché), pour chaque action CHRISTIAN DIOR (l'Offre Principale) ;
- et deux branches subsidiaires (les Offres Subsidiaires) :
 - o une Offre Publique d'Achat simplifiée en numéraire (OPA Subsidiaire), rémunérée 260€ par action CHRISTIAN DIOR ;
 - o une Offre Publique d'Echange (OPE Subsidiaire) : rémunérée 0,566 action HERMES INTERNATIONAL (coupon 2016 détaché) par action CHRISTIAN DIOR.

Les actionnaires de CHRISTIAN DIOR peuvent apporter leurs actions (i) soit à l'Offre Principale, (ii) soit à l'une et/ou à l'autre des Offres Subsidiaires, (iii) soit à l'Offre Principale et à l'une et/ou à l'autre des Offres Subsidiaires.

La limite globale de l'Offre est de 7,965Md€ en numéraire et de 8.891.150 actions HERMES INTERNATIONAL actuellement détenues par le Groupe Familial Arnault.

Les actions CHRISTIAN DIOR apportées à la branche principale mixte seront intégralement servies.

Les Offres Subsidiaires feront l'objet le cas échéant d'un mécanisme de réduction, de sorte à ne pas altérer la proportion globale de 66,11% en numéraire et 33,89% en actions HERMES INTERNATIONAL, afin d'obtenir :

- un montant total en numéraire à payer au titre de l'Offre égal au montant qui aurait été obtenu si tous les actionnaires de CHRISTIAN DIOR ayant apporté à l'Offre avaient apporté leurs actions à l'Offre Principale, et
- un nombre total d'actions HERMES INTERNATIONAL (coupon 2016 détaché) à remettre au titre de l'Offre égal au nombre qui aurait été obtenu si tous les actionnaires de CHRISTIAN DIOR ayant apporté à l'Offre avaient apporté leurs actions à l'Offre Principale.

Sur la base du cours de clôture d'HERMES INTERNATIONAL au 24 avril 2017 (coupon 2016 détaché), soit 459,3€ par action, la contre-valeur de l'Offre s'établit à l'annonce respectivement à 260,2€ par action et 260€ par action pour l'Offre Principale et l'OPE Subsidiaire.

SEMYRHAMIS a indiqué ne pas avoir l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire dans un délai de 3 mois à l'issue de l'Offre si à cette date elle détenait plus de 95% du capital et des droits de vote de CHRISTIAN DIOR.

Traitement des rompus

« Aucune fraction d'Action Hermès ne peut être remise dans le cadre de l'Offre. Les actionnaires de Christian Dior qui apporteront à l'Offre un nombre d'Actions ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'Actions Hermès seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des Actions Hermès formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

En contrepartie de la fraction d'Action Hermès formant rompu, l'actionnaire de Christian Dior recevra un montant en numéraire (en euro, arrondi au centime d'euro le plus proche, étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à un centime d'euro) égal à cette fraction d'Action Hermès multiplié par le prix moyen par Action Hermès, net de frais, résultant de la cession de l'ensemble des Actions Hermès formant rompu.

A cet effet, un intermédiaire habilité désigné par l'Initiateur cèdera sur le marché les Actions Hermès formant rompus pour le compte des actionnaires de Christian Dior. La cession de l'ensemble des Actions Hermès formant rompu (leur nombre tel que communiqué par Euronext Paris étant arrondi à l'unité supérieure) interviendra au plus tard dix jours de négociation après le règlement-livraison de l'Offre. Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires de Christian Dior dans les meilleurs délais suivant cette date.

Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par un actionnaire de Christian Dior en contrepartie d'une fraction d'Action Hermès formant rompu, même en cas de retard de paiement de ce montant. »

Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet stratégique visant à simplifier la structure du groupe CHRISTIAN DIOR-LVMH et à renforcer le pôle Mode et Maroquinerie de LVMH via l'acquisition de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE. De cette manière, ce projet vise à assurer le regroupement dans LVMH de la totalité de la marque Dior, une des marques les plus prestigieuses au monde.

Monsieur Bernard Arnault a déclaré que « ce projet constitue un événement important pour le Groupe. Les opérations correspondantes permettent en effet la simplification des structures, depuis longtemps demandée par le marché, et le renforcement du pôle Mode et Maroquinerie de LVMH grâce à l'acquisition de Christian Dior Couture, l'une des marques au monde les plus emblématiques. Elles illustrent l'engagement de mon groupe familial, marquant sa confiance dans le future à long terme de LVMH et de ses marques. Je me réjouis de pouvoir annoncer ce projet aujourd'hui et de poursuivre ainsi, en le renforçant, le développement du Groupe LVMH en France et dans le monde.»²

Synergies

« Le renforcement de l'Initiateur au capital de la Société dans le cadre de l'Offre n'entraîne pas en soi de nouvelles opportunités de synergies pour la Société. »

² Christian Dior et LVMH Moët Hennessy – Louis Vuitton, « Communiqué de Presse du 25 avril 2017 – Projet de Simplification des structures du Groupe Christian Dior – LVMH », 25 avril 2017.

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la société CHRISTIAN DIOR ;
- Analyser les comptes de la Société avec le management ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la société CHRISTIAN DIOR ;
- Analyser les accords connexes et plus particulièrement le projet de contrat de cession et d'acquisition des actions GRANDVILLE entre CHRISTIAN DIOR et LVMH, dont l'appréciation du caractère équitable des modalités financières a fait l'objet d'un rapport distinct de notre part ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par les Banques Présentatrices (ROTHSCHILD & CIE BANQUE, CA-CIB, SOCIETE GENERALE et NATIXIS) de l'Offre ;
- Préparer une attestation d'équité exposant nos travaux d'expert indépendant, l'évaluation des actions CHRISTIAN DIOR et notre opinion sur le caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) préparées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle et les perspectives d'activité du groupe.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

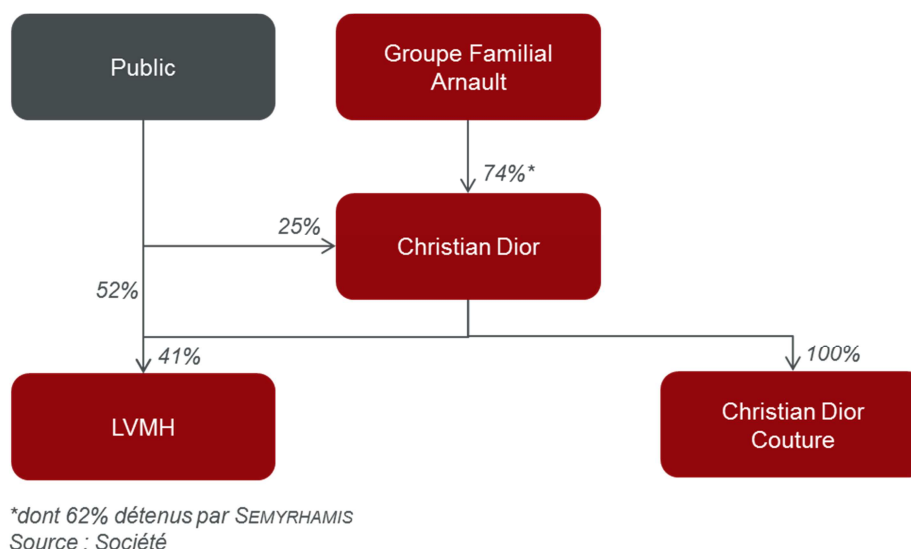
Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Banques Présentatrices tels que présentés dans le rapport d'appréciation des termes de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté avec leurs représentants.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4 Présentation du groupe CHRISTIAN DIOR

4.1 Organigramme simplifié et situation actionnariale du groupe

L'organigramme simplifié et la situation actionnariale du groupe CHRISTIAN DIOR au 31 décembre 2016 est exposé ci-après :



4.2 Historique du Groupe

La Maison CHRISTIAN DIOR a été fondée en 1946 par Monsieur Christian Dior avec le soutien de Marcel Boussac.

En 1968, la société PARFUMS CHRISTIAN DIOR est cédée à MOËT & CHANDON (devenue MOËT HENNESSY puis LVMH). Le groupe MARCEL BOUSSAC a été mis en règlement judiciaire en 1978 et ses actifs achetés par le groupe WILLOT, lui-même mis en règlement judiciaire en 1981 et repris en 1984 par un groupe d'investisseurs animé par Bernard Arnault, lequel est devenu Président-Directeur Général de la société CHRISTIAN DIOR en 1985.

En 1988, la société CHRISTIAN DIOR a pris par l'intermédiaire d'une filiale détenue conjointement avec le groupe GUINNESS une participation de 32% dans le capital de LVMH. La participation indirecte de CHRISTIAN DIOR dans LVMH a évolué au fil du temps et représente aujourd'hui 41% du capital³.

La société CHRISTIAN DIOR a été introduite en bourse en 1991.

En 1995, l'activité Couture a été apportée à une filiale détenue à 100% : CHRISTIAN DIOR COUTURE.

³ 40,94% du capital et 56,34% des droits de vote (30 avril 2017)

4.3 Principales activités

CHRISTIAN DIOR est la société holding du groupe dont les principaux actifs sont :

- une participation de 40,94% ⁴ dans le capital de LVMH (présentée en §4.4), via la société FINANCIERE JEAN GOUJON ;
- 100% des titres de la société GRANDVILLE, détenant elle-même du capital et des droits de vote de CHRISTIAN DIOR COUTURE ainsi que d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de CHRISTIAN DIOR COUTURE (présentée en §4.5).

Aujourd'hui, CHRISTIAN DIOR est un des principaux leaders mondiaux dans le secteur du luxe (mode, maroquinerie, vins, spiritueux, parfums, cosmétiques, montres et joaillerie).

Le groupe CHRISTIAN DIOR a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 39,5 milliards d'euros en 2016, en progression de 5% (taux courant) par rapport à l'exercice 2015.

Le groupe classe ses activités commerciales dans six principaux segments⁵, à savoir :

- Mode & Maroquinerie (31% du CA 2016) ;
 - Distribution sélective (30% du CA 2016) ;
 - Vins & Spiritueux (13% du CA 2016) ;
 - Parfums & Cosmétiques (12% du CA 2016) ;
 - Montres & Joaillerie (9% du CA 2016) ;
 - CHRISTIAN DIOR COUTURE (5% du CA 2016)
- } Regroupés dans LVMH

Le groupe cloturait ses comptes annuels et consolidés au 30 juin de chaque année. Depuis le 31 décembre 2016, la date de clôture des comptes du groupe est désormais le 31 décembre. Le dernier exercice clos (31/12/2016) a donc une durée de 6 mois. Pour les besoins de l'analyse, les états financiers consolidés du groupe sont présentés ci-après par année civile sur les trois dernières années :

Christian Dior - Compte de résultat consolidé

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	39.501	37.511	32.215
Résultat opérationnel courant	7.252	6.827	5.899
% du Chiffre d'affaires	18,36%	18,20%	18,31%
Résultat opérationnel	7.119	6.609	5.600
Résultat net	4.594	4.074	6.116
Résultat net part du groupe	1.764	1.537	2.335
% du Chiffre d'affaires	4,47%	4,10%	7,25%

Sources : Rapport Annuel Christian Dior 2016 et Rapports Semestriels 2014/2015

⁴ 40,94% du capital et 56,34% des droits de vote (30 avril 2017).

⁵ Les autres activités, telles que les hôtels, les médias, etc, ne sont pas significatives.

Christian Dior - Bilan consolidé

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Actifs immobilisés	41.590	40.358	37.322
Autres actifs non courants	2.959	2.622	2.036
Actifs non courants	44.549	42.980	39.358
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3.772	3.839	4.332
Autres actifs courants	16.463	15.867	14.482
Actifs courants	20.235	19.706	18.814
Total Actif	64.784	62.686	58.172
Capitaux Propres	30.084	27.638	24.662
Provisions	2.740	2.405	2.660
Dette financière	9.095	10.131	11.010
Autres éléments de passifs	22.865	22.512	19.840
Total Passif	64.784	62.686	58.172

Sources : Rapport Annuel Christian Dior 2016 et Rapports Semestriels 2014/2015

Les comptes consolidés de CHRISTIAN DIOR sont certifiés par ses commissaires aux comptes.

4.4 Présentation de LVMH, dont CHRISTIAN DIOR détient 40,94% du capital

4.4.1 Présentation des activités de LVMH

LVMH est le leader mondial du luxe, regroupant 70 marques et présent dans 70 pays au travers d'un réseau de 3 948 magasins⁶. Le groupe constitue l'acteur du luxe bénéficiant du portefeuille le plus large au monde.

LVMH est essentiellement organisé autour de cinq groupes d'activités, à savoir :

Mode & Maroquinerie (34% du CA 2016)

L'activité Mode & Maroquinerie regroupe diverses marques de luxe, dont Louis Vuitton constitue la première au niveau mondial. Les autres marques du groupe sont : Fendi, Loewe, Céline, Kenzo, Marc Jacobs, Givenchy, Thomas Pink, Pucci, Berluti, Rossimoda, Loro Piana et Nicholas Kirkwood.

Distribution sélective (31% du CA 2016)

Cette activité concerne la distribution de marques de prestige dans deux domaines :

- Le « Travel Retail » : vente de produits de luxe à la clientèle de voyageurs internationaux au travers des sociétés DFS et STARBOARD CRUISE SERVICES ;
- Les concepts de distribution sélective représentés par SEPHORA et LE BON MARCHE.

Vins & Spiritueux (13% du CA 2016)

Cette activité regroupe :

⁶ LVMH, « Snapshot d'activités », 2016.

- (i) La branche Champagne et Vins, qui produit et commercialise une grande variété de vins et de champagnes de haute qualité sur quatre continents. Le groupe LVMH représente le premier portefeuille de marques de champagne et son ensemble de vins jouit d'un prestige au niveau mondial. Au 31 décembre 2016, cette branche représentait 20,4% du total du marché du champagne. La branche regroupe notamment les maisons Dom Pérignon, Ruinart, Moët & Chandon, Veuve Clicquot, Krug, ainsi que Château Cheval Blanc, Château d'Yquem et le Clos des Lambrays.
- (ii) La branche Cognac et Spiritueux, qui détient la marque la plus puissante dans le secteur du cognac haut gamme (Hennessy). Elle détient également la vodka de luxe Belvedere, les marques de whisky single malt Glenmorangie et Ardbeg. Au 31 décembre 2016, Hennessy représentait 49,4% du marché mondial du cognac.

Parfums & Cosmétiques (13% du CA 2016)

Cette activité constitue un des principaux acteurs du marché des parfums au travers des maisons françaises Parfums Christian Dior, Guerlain, Givenchy et Kenzo. L'ensemble des marques est commercialisé principalement dans les circuits de distribution sélective et, pour certaines marques, également dans leurs propres magasins (248 au total à fin 2016).

Montres & Joaillerie (9% du CA 2016)

Cette activité regroupe un portefeuille de marques horlogères et joaillières de prestige aux positionnements complémentaires : TAG Heuer, Hublot, Zenith, Montres Dior, Bvlgari, Chaumet, et Fred.

A noter que l'activité Montres Dior est réalisée au travers d'une joint-venture détenue à 50/50 avec CHRISTIAN DIOR COUTURE (via les sociétés DIOR MONTRES SARL et LES ATELIERS HORLOGERS DIOR SA)

L'activité couvre tous les marchés européens, le continent américain, le Nord de l'Asie, le Japon et la région Asie-Pacifique. Le réseau de magasins comptait 397 boutiques fin 2016.

4.4.2 Présentation financière des activités

Principaux agrégats financiers de LVMH

Les états financiers consolidés synthétiques des trois derniers exercices clos sont résumés ci-dessous.

LVMH - Compte de résultat consolidé

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013 ^(*)
Chiffre d'affaires	37.600	35.664	30.638	29.016
Résultat opérationnel courant	7.026	6.605	5.715	6.017
% du Chiffre d'affaires	18,69%	18,52%	18,65%	20,74%
Résultat opérationnel	6.904	6.384	5.431	5.898
Résultat net	4.363	4.001	6.105	3.947
Résultat net part du groupe	3.981	3.573	5.648	3.436
% du Chiffre d'affaires	10,59%	10,02%	18,43%	11,84%

(*) Les états financiers au 31 décembre 2013 ont été retraités des effets de l'application d'IFRS 11 Partenariats

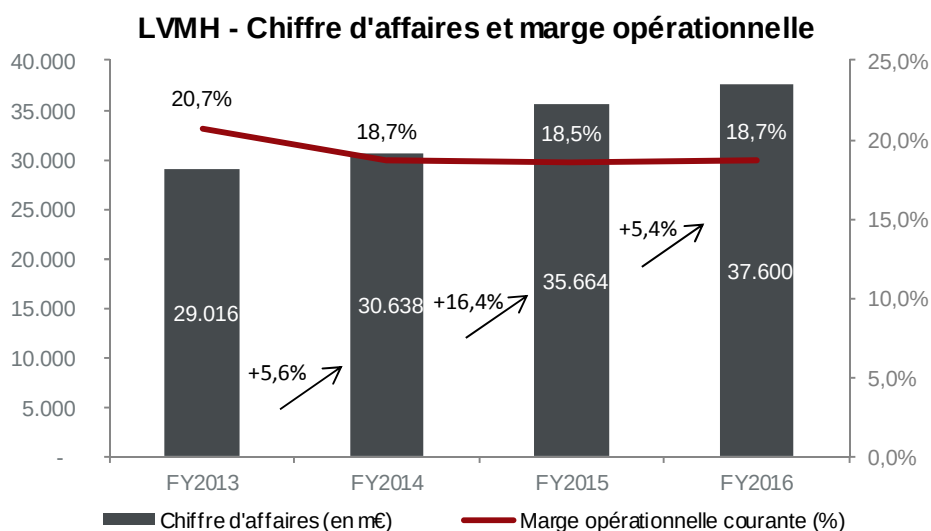
Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

LVMH - Bilan consolidé

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013 ^(*)
Actifs immobilisés	37.389	36.154	33.327	38.835
Autres actifs non courants	2.835	2.497	1.925	1.370
Actifs non courants	40.224	38.651	35.252	40.205
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3.544	3.594	4.091	3.226
Autres actifs courants	15.854	15.356	14.019	12.745
Actifs courants	19.398	18.950	18.110	15.971
Total Actif	59.622	57.601	53.362	56.176
Capitaux Propres	27.903	25.799	23.003	27.907
Provisions	2.694	2.371	2.623	2.121
Dette financière	7.379	8.280	9.243	8.823
Autres éléments de passifs	21.646	21.151	18.493	17.325
Total Passif	59.622	57.601	53.362	56.176

(*) Les états financiers au 31 décembre 2013 ont été retraités des effets de l'application d'IFRS 11 Partenariats

Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

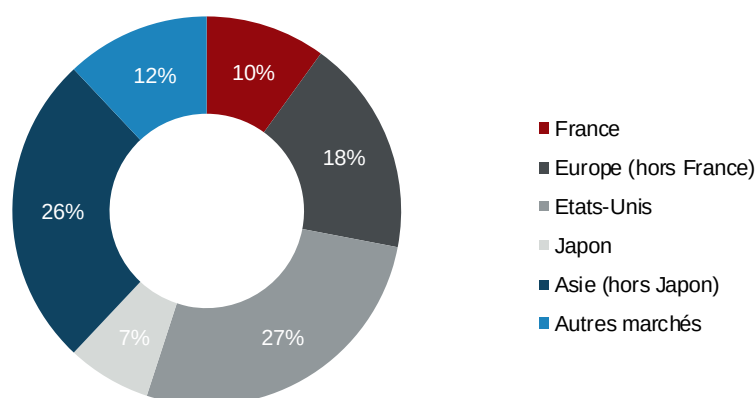


Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

Le **chiffre d'affaires consolidé** de LVMH (37.600m€ en 2016), est en croissance constante depuis plusieurs années, avec une croissance record en 2015 (+16,4%), expliquée par le fort dynamisme des marchés européens, américains et japonais, un effet de change positif, et la bonne performance générale de tous les groupes d'activité de LVMH⁷.

Le chiffre d'affaires au 31 décembre 2016 par zone géographique est présenté ci-après :

LVMH - Chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



Source : Document de Référence 2016 LVMH

62% de son chiffre d'affaires consolidé 2016 de LVMH a été réalisé aux Etats-Unis, au Japon, en France et en Europe.

⁷ LVMH, « Communiqué de Presse. Excellente performance de LVMH en 2015. Ventes et Résultat opérationnel records », février 2016.

90% de l'activité est réalisée à l'étranger, et 77% de la facturation 2016 a été réalisée dans d'autres monnaies que l'euro (dont 32% correspond au dollar américain)⁸. En conséquence, le groupe LVMH présente une importante exposition aux variations des taux de change.

Sur les trois derniers exercices, la **marge opérationnelle courante**⁹ globale est stable et s'élève en moyenne à 18,26%. Néanmoins, la diminution du niveau de marge opérationnelle de l'exercice 2014 (18,7%) par rapport à l'exercice 2013 (20,7%) s'explique notamment par la politique anticorruption mise en place en 2013 en Chine, qui a fortement affecté le secteur du luxe en 2014, et notamment les secteurs des montres et du cognac, comme on peut le constater dans le tableau ci-dessous :

LVMH - Marge Opérationnelle Courante du Groupe par activité

	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Vins & Spiritueux	32,8%	28,9%	29,6%	31,1%
Mode & Maroquinerie	31,7%	29,5%	28,3%	30,3%
Parfums & Cosmétiques	11,1%	10,3%	11,2%	11,1%
Montres & Joaillerie	13,6%	10,2%	13,1%	13,2%
Distribution sélective	10,2%	9,3%	8,4%	7,7%
Total	20,7%	18,7%	18,5%	18,7%

Source : Document de Référence LVMH 2016

Enfin, le **résultat net** a toujours été positif avec une rentabilité de l'ordre de 11% du chiffre d'affaires, à l'exception de l'exercice 2014 qui présentait une rentabilité de 19% en raison de la plus-value réalisée à la suite de la distribution en nature des actions HERMES INTERNATIONAL détenues par LVMH en décembre 2014¹⁰.

⁸ LVMH, « Document de Référence 2016 ».

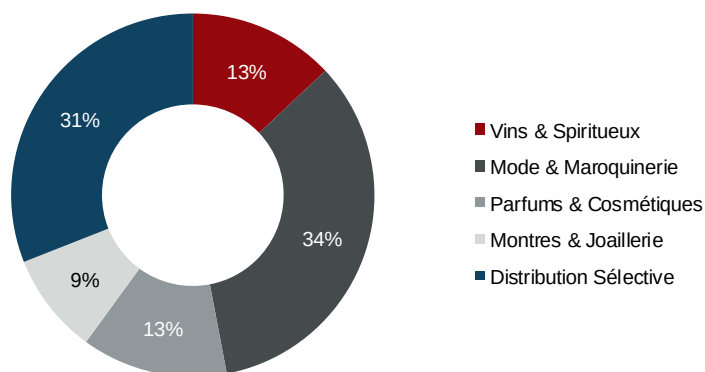
⁹ Définie comme le Résultat Opérationnel Courant sur le Chiffre d'affaires (ROC/CA).

¹⁰ dans le cadre du protocole conclu le 2 septembre 2014 entre LVMH et HERMES INTERNATIONAL

Données financières par groupe d'activités

La répartition du chiffre d'affaires par groupe d'activités a été relativement stable sur les 4 derniers exercices. Au 31 décembre 2016, cette répartition était la suivante :

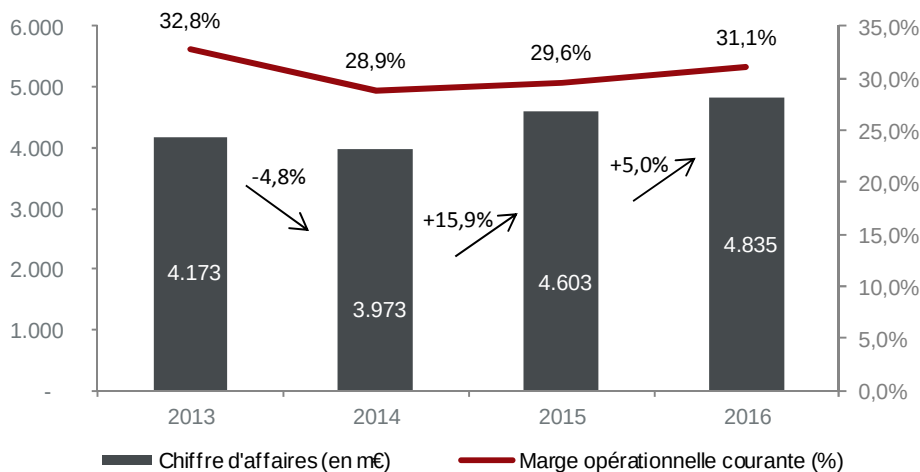
LVMH - Chiffre d'affaires 2016 par groupe d'activités



Source : Document de Référence 2016 LVMH

Vins & Spiritueux

Vins & Spiritueux - Chiffre d'affaires et rentabilité



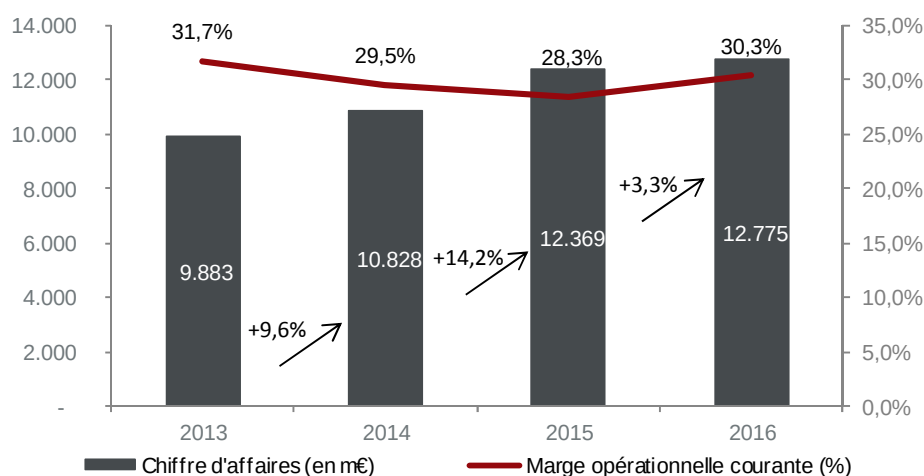
Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

La moitié du chiffre d'affaires 2016 de ce groupe d'activités (4.835m€ en 2016) est réalisée aux Etats-Unis et en Asie (hors Japon), dont 31% sur le seul territoire américain.

Après un recul des ventes en 2014, en raison du déstockage de la distribution en Chine, le groupe d'activités Vins & Spiritueux a joui d'une croissance organique annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6,5% entre 2014 et 2016 (10,4% en données publiées), dégagant une marge opérationnelle courante moyenne de 29,9%. Le dynamisme du marché américain est une des principales forces de progression de cette activité, même si l'Asie reste une zone importante malgré les difficultés rencontrées en Chine en 2014 et évoquées ci-avant.

Mode & Maroquinerie

Mode & Maroquinerie - Chiffre d'affaires et rentabilité



Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

Les Maisons de Mode & Maroquinerie constitue le premier groupe d'activités en termes de contribution au chiffre d'affaires consolidé (34% du chiffre d'affaires consolidé 2016). Celui-ci est l'un des principaux vecteurs de progression des résultats du groupe LVMH, notamment à travers la marque Louis Vuitton.

Les ventes du groupe d'activités Mode & Maroquinerie (12.775m€ en 2016) sont principalement concentrées en Asie (hors Japon), en Europe (hors France) et aux Etats-Unis, ces trois régions représentant 72% du chiffre d'affaires total de l'activité.

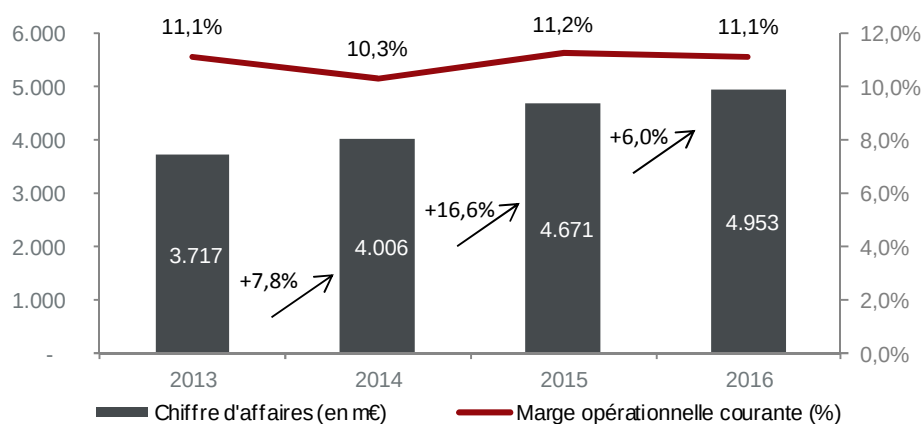
Entre 2013 et 2016, le groupe d'activités Mode & Maroquinerie a connu une croissance organique annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 4% (9,0% de progression en données publiées), propulsée par le succès des modèles et des nouveautés chez Louis Vuitton, dont la rentabilité est exceptionnelle¹¹, ainsi que grâce à la progression des autres marques de Mode, notamment Fendi, Céline, Givenchy et Kenzo¹². Enfin, la marge opérationnelle courante s'est établie à un niveau moyen de 30,0% entre 2013 et 2016.

¹¹ LVMH, « Communiqué de Presse. Résultats 2016 Records », janvier 2017.

¹² LVMH, « Communiqué de Presse. Excellente performance de LVMH en 2015. Ventes et Résultat opérationnel records », février 2016.

Parfums & Cosmétiques

Parfums & Cosmétiques - Chiffre d'affaires et rentabilité



Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

Le groupe d'activités Parfums & Cosmétiques concentre la principale partie de ses ventes (4.953m€ en 2016) en Asie (hors Japon) et aux Etats-Unis, qui représentent globalement 53% de l'ensemble du chiffre d'affaires du groupe d'activités. En outre, le Japon ressort comme une région importante avec 18% du chiffre d'affaires 2016.

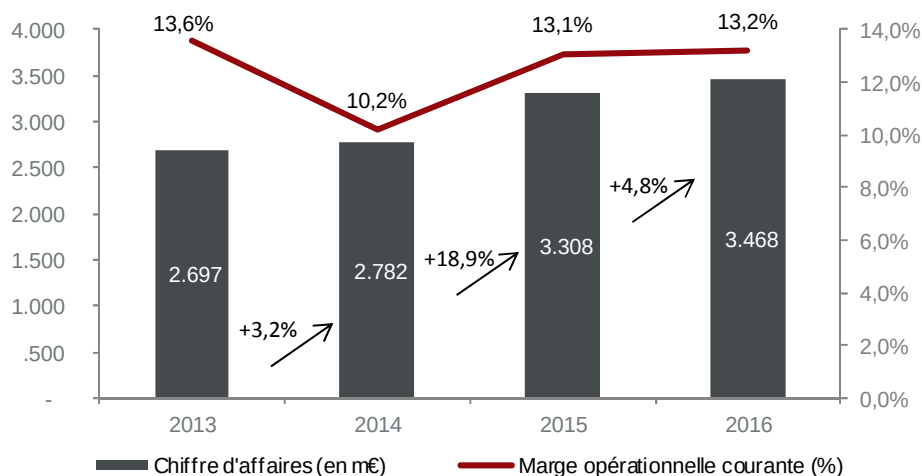
Le groupe d'activités Parfums & Cosmétiques a présenté entre 2013 et 2016 une croissance organique annuelle de l'ordre de 7,3% (10,1% de croissance en données publiées). Dans cette période, la rentabilité opérationnelle courante s'établit autour de 10,9%.

Cette bonne dynamique est due au succès mondial de la fragrance « Sauvage », à la vitalité des parfums emblématiques « J'adore » et « Miss Dior » ; ainsi qu'à l'excellente performance du maquillage, et s'est traduite par une augmentation des parts de marché dans toutes les zones géographiques.¹³

¹³ LVMH, « Communiqué de Presse. Résultats 2016 Records », janvier 2017.

Montres & Joaillerie

Montres & Joaillerie - Chiffre d'affaires et rentabilité



Sources : Documents de Référence LVMH 2016 et 2014

54% du chiffre d'affaires 2016 du groupe d'activités Montres & Joaillerie sont réalisés en Asie (hors Japon) et en Europe (hors France). Ce groupe d'activités présente la plus faible exposition au marché américain (10% du chiffre d'affaires consolidé 2016) parmi les groupes d'activité de LVMH.

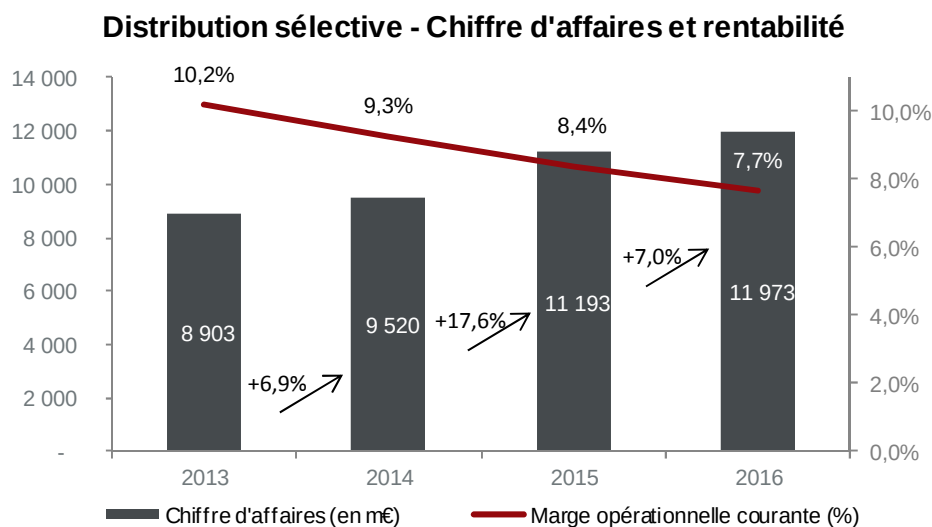
Entre 2013 et 2016, le chiffre d'affaires a enregistré une croissance organique annuelle moyenne de 5,7% (9,0% de croissance moyenne en données publiées). La marge opérationnelle courante moyenne s'est établie dans la même période à 12,5%, malgré une diminution de la marge de 3,4 points entre 2013 et 2014. Cette baisse s'explique essentiellement par l'environnement réglementaire, notamment chinois, qui a affecté en 2014 le secteur du luxe, et notamment l'activité montres.

Par ailleurs, tandis que les ventes de joaillerie présentent une bonne dynamique, les montres sont pénalisées par la prudence d'achat des détaillants multimarques dans un environnement économique incertain¹⁴. Les Maisons horlogères du groupe LVMH, notamment Bvlgari et Tag Heuer, ont néanmoins réussi à gagner des parts de marché au travers de nouvelles collections.¹⁵

¹⁴ LVMH, « Communiqué de Presse. Résultats 2016 Records », janvier 2017.

¹⁵ Ibid.

Distribution sélective



Représentant 31% du chiffre d'affaires consolidé 2016, le groupe d'activités Distribution sélective est le deuxième groupe d'activités de LVMH en matière de chiffre d'affaires (derrière Mode & Maroquinerie). Elle est néanmoins l'une des activités avec la marge la plus faible (8,9% en moyenne entre 2013 et 2016).

Avec 41% de son chiffre d'affaires 2016 (11.973m€) réalisé aux Etats-Unis, la Distribution sélective est le groupe d'activités qui bénéficie de la plus forte exposition au marché américain.

Le groupe d'activités Distribution sélective a vu une progression de ses ventes de 7,0% en croissance organique annuelle moyenne (10,5% de croissance en données publiées) entre 2013 et 2016. Cette augmentation est principalement due à Sephora, qui renforce ses positions dans tous ses marchés géographiques et dans le digital. Cependant, la marge opérationnelle courante a diminué chaque année, passant de 10,2% du chiffre d'affaires en 2013 à 7,7% en 2016. Cette baisse de rentabilité est essentiellement expliquée par les difficultés rencontrées par DFS liées aux évolutions monétaires et géopolitiques en Asie, ainsi qu'à un environnement touristique difficile, notamment à Hong Kong.¹⁶

¹⁶ LVMH, « Communiqué de Presse. Résultats 2016 Records », janvier 2017.



4.4.3 Caractéristiques et perspectives du marché

L'industrie du luxe offre une gamme de produits très large qui peut être répartie en deux catégories :

- Les produits de luxe personnels : il s'agit des produits tels que les vêtements, les montres, la joaillerie, les accessoires, la maroquinerie, les parfums, les cosmétiques et les produits de luxe *durs* (stylos, briquets, etc).
- Les autres produits de luxe : tels que les vins, les spiritueux, la nourriture, les voitures de luxe, les hôtels, les yachts, les propriétés de luxe, l'art, etc.

Les groupes de luxe sont généralement intégrés verticalement, regroupant toutes les activités de conception, fabrication, assemblage, marketing et distribution. Les groupes de luxe se concentrent généralement sur une ou plusieurs marques fortes, avec des stratégies d'extension de la marque, faisant du marketing et la distribution sélective une des clés pour la stratégie de développement de ces groupes.

Le marché mondial du luxe est dominé par quelques groupes multinationaux avec de grands portefeuilles de marques de luxe, dont la majorité est concentrée en Europe de l'Ouest, en particulier en France, en Italie, en Suisse et au Royaume-Uni. Parmi les grands acteurs du marché, les trois premiers en termes de chiffre d'affaires en 2016 étaient LVMH (37,6Md€), Kering (12,4Md€) et Richemont (11,1Md€).

Aujourd'hui, les fortes dynamiques positives qui avaient caractérisé le marché du luxe lors des dernières années ont connu des signes de ralentissement, avec une croissance plate lors de l'année 2016 (hors effets de change). Ces dynamiques pourront être affectées sur le court et moyen terme, par un contexte de ralentissement économique, de répression anticorruption en Chine (dont les nationaux représentent 30% de la demande mondiale), de récession au Brésil et en Russie, et d'incertitude politique en Europe en raison du terrorisme et du Brexit. Cependant, sur le long terme, la création d'une classe moyenne supérieure plus grande et l'augmentation du marché grâce au e-commerce constituent des forces qui devraient durablement apporter une croissance soutenue, tandis que les relais de croissance géographiques seront moins spectaculaires que sur les années récentes avec le développement observé en Chine.

Source : Xerfi, *"The Global Luxury Goods Industry: the Market"*, Mai 2017

4.4.4 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses du groupe LVMH, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

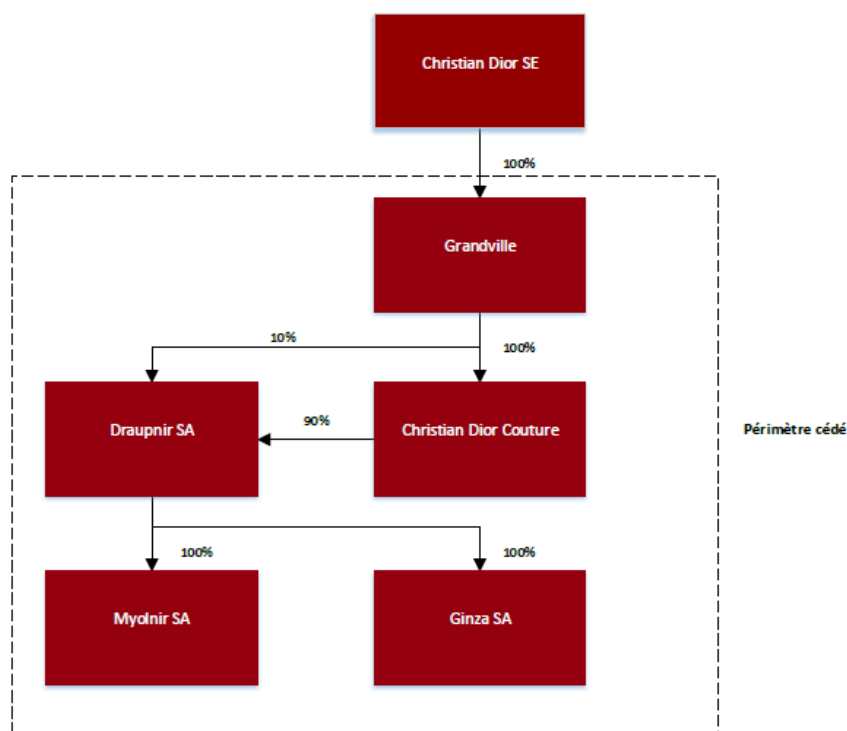


4.5 Présentation de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE

La branche CHRISTIAN DIOR COUTURE est détenue au travers de la holding GRANDVILLE.

La société GRANDVILLE est une holding détenant essentiellement :

- La société CHRISTIAN DIOR COUTURE qui exerce une activité opérationnelle au travers de 41 filiales ;
- 10% directement et 90% indirectement de la société DRAUPNIR SA et indirectement ses filiales MYOLNIR SA et GINZA SA qui détiennent certains actifs immobiliers d'exploitation.



Source : Société CHRISTIAN DIOR COUTURE

La société GRANDVILLE revêt un caractère de holding financier, dont les seuls actifs sont des immobilisations financières (essentiellement les titres CHRISTIAN DIOR COUTURE).

4.5.1 Présentation de l'activité et données financières de CHRISTIAN DIOR COUTURE

CDC - Bilan consolidé (non audité)

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Actifs immobilisés	1.277	1.268	1.064
Autres actifs non courants	71	78	60
Actifs non courants	1.348	1.346	1.125
Trésorerie et équivalents de trésorerie	222	238	239
Autres actifs courants	648	569	497
Actifs courants	870	807	735
Total Actif	2.218	2.153	1.860
Capitaux Propres	1.187	929	792
Provisions	33	32	23
Dette financière	503	574	517
Autres éléments de passifs	495	619	529
Total Passif	2.218	2.153	1.860

Source : Etats financiers Christian Dior Couture 31/12/2016

CDC - Compte de résultat consolidé (non audité)

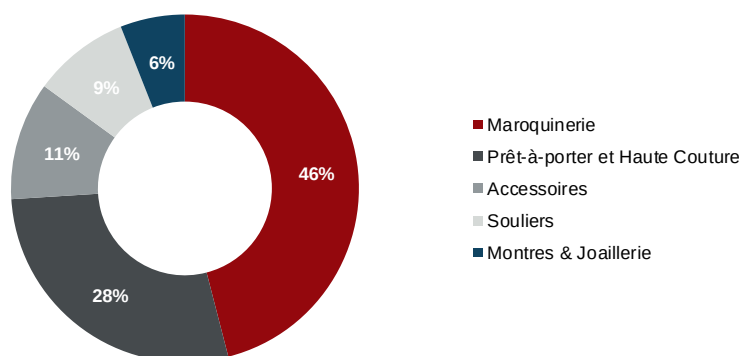
m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	1 936	1 872	1 599
Résultat opérationnel courant	252	240	199
% du Chiffre d'affaires	13,04%	12,84%	12,43%
Résultat opérationnel	242	241	193
Résultat net	151	132	123
Résultat net part du groupe	140	120	113
% du Chiffre d'affaires	7,21%	6,42%	7,06%

Source : Etats financiers Christian Dior Couture 31/12/2016

Le chiffre d'affaires consolidé de CHRISTIAN DIOR COUTURE (1,9Md€ en 2016) a été multiplié par 2 depuis 2011 et par 4 depuis 2006, soit une croissance du chiffre d'affaires historiquement au moins deux fois supérieure à la croissance du marché.

Le chiffre d'affaires consolidé est réalisé au travers de 5 catégories de produits :

Ventes 2016 par groupe d'activités



Source : Société

- la Maroquinerie (46% du CA FY2016, 890m€) se compose de produits phares, tels que le sac iconique Lady Dior, ou encore les lignes Diorama et Diorever, récentes et que CHRISTIAN DIOR COUTURE développe avec succès ;
- le Prêt-à-porter et la Haute Couture (28% du CA FY2016, 542m€) constitue le deuxième segment le plus contributeur au chiffre d'affaires. CHRISTIAN DIOR COUTURE se positionne sur le luxe absolu et maintient des positions fortes sur ses différents produits : les vestes et les robes chez la femme, ainsi que la ligne des grands permanents chez l'homme (chemises, costumes, etc.). A l'instar d'autres grandes Maisons, la Haute Couture reste avant tout une vitrine pour magnifier la marque.
- les Accessoires (11% du CA FY2016, 213m€), dont les lunettes qui font l'objet d'une licence accordée à la société italienne SAFILO ;
- les Souliers (9% du CA FY2016, 174m€) ;
- les Montres & Joailleries (6% du CA FY2016, 116m€) : l'activité Montres est réalisée au travers de la joint-venture LES ATELIERS HORLOGERS DIOR, détenue à 50/50 avec LVMH. Cette activité Montres est déficitaire depuis plusieurs années ;

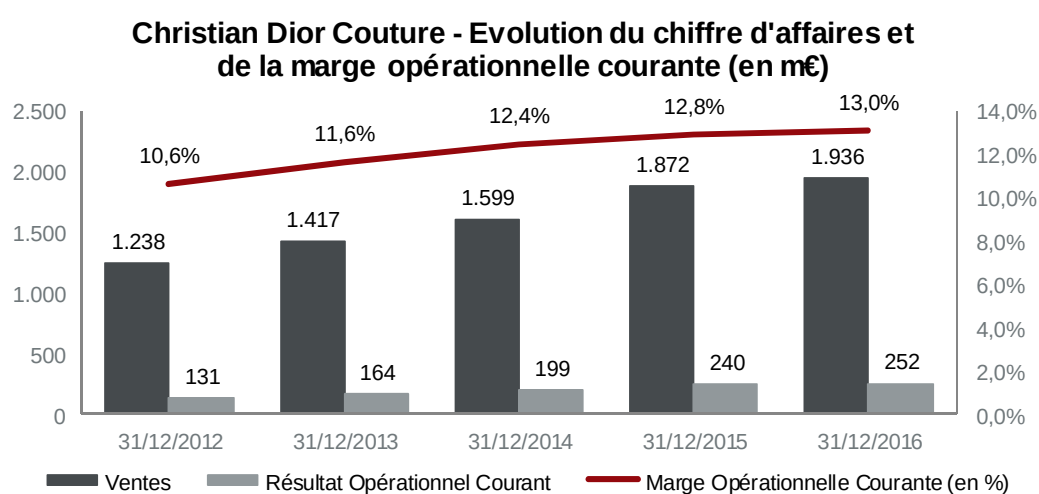
CHRISTIAN DIOR COUTURE réalise l'essentiel de son activité en Asie (Japon inclus) et en Europe / Moyen-Orient qui représentent respectivement 40% et 43% des ventes 2016. Les Etats-Unis sont un marché moins contributeur mais dont le potentiel de croissance se confirme de plus en plus. Les plus fortes contributions à la croissance du chiffre d'affaires en 2016 viennent de la Chine, du Moyen-Orient et des Etats-Unis.

La dynamique de croissance dont bénéficie CHRISTIAN DIOR COUTURE depuis 2011 découle d'une politique d'investissements importants, notamment en ce qui concerne la communication (dont les montants ont été multipliés par 1,6x depuis 2011) et l'immobilier, CHRISTIAN DIOR COUTURE ayant mené une politique d'investissements ciblés dans son réseau de boutiques dans la durée.

L'essentiel des ventes (93%) est réalisé dans des boutiques opérées en propre (plus de 198 boutiques à fin 2016). La surface de ventes est en hausse constante depuis plusieurs années. Sur l'année 2016, 12 nouvelles boutiques ont ainsi été ouvertes (tandis que 8 ont été fermées), et en complément de ces ouvertures, de nombreuses extensions et rénovations ont eu lieu (Maison Dior de New Bond Street, Montaigne Montres & Joaillerie, Cannes, Rome, Short Hills, etc.).

CHRISTIAN DIOR COUTURE est notamment propriétaire des principales boutiques *flagship* (Montaigne, Séoul, Sydney, New Bond Street, et Ginza depuis 2017).

L'évolution du résultat opérationnel courant et du taux de marge opérationnelle courante sur les 5 derniers exercices est présentée ci-dessous :



La reprise de la croissance du chiffre d'affaires et une gestion plus performante des coûts ont permis depuis 2010 d'optimiser le levier opérationnel et d'améliorer considérablement la marge, qui passe de 10,6% en 2012 à 13,0% en 2016, soit une croissance de 2,4 points.

4.5.2 Présentation du marché et des perspectives

Sources : Xerfi, « The Global Luxury Goods Industry: the Market », Mai 2017 et Xerfi, « La Haute Couture et le PAP de luxe », Octobre 2016

Le secteur de la Haute couture et du prêt-à-porter de luxe en France se compose de deux segments présentant des modèles économiques très différents mais complémentaires :

- (i) la Haute couture, traditionnellement déficitaire, sert de vitrine pour les grandes marques françaises de la mode ;
- (ii) le prêt-à-porter, standardisé, qui est encore fabriqué pour partie en France, mais dont l'essentiel des ateliers a été délocalisé en Europe du Sud et de l'Est.

Le marché du luxe recouvre sous un même qualificatif trois grandes gammes : le luxe absolu, le luxe sélectif et le luxe accessible. CHRISTIAN DIOR COUTURE se situe essentiellement dans la gamme du luxe absolu.

Dans le but de soutenir leurs approvisionnements en tissus et accessoires de qualité, les grands groupes ont très tôt mené une politique d'intégration verticale en rachetant de nombreux ateliers. Les groupes de luxe se concentrent généralement sur la création de marques fortes avant de suivre une stratégie d'extension de la marque, faisant du marketing et de la distribution sélective une des clefs pour le développement de ces groupes.

Concernant le marché du luxe absolu, celui-ci est aujourd'hui concentré autour de grands groupes de taille mondiale, des « Maisons » de Haute Couture et de Prêt-à-porter de luxe, qui grâce à leur savoir-faire artisanal, leur raffinement et leur succès, sont devenus des références de luxe absolu. La majorité des grands groupes et marques de luxe sont concentrés en Europe de l'Ouest, en particulier en France, en Italie, en Suisse et au Royaume-Uni.

Parmi les grands acteurs du marché, les leaders en termes de chiffre d'affaires en 2016 sont LVMH (37,6Md€), KERING (12,4Md€) et RICHEMONT (11,1Md€). LVMH et KERING ont la particularité de disposer d'un portefeuille fort de plusieurs maisons (comme LOUIS VUITTON, GIVENCHY, KENZO et CELINE pour le premier, GUCCI, YVES SAINT LAURENT et BALENCIAGA pour le second), qui sont autant de marques gérées de manière indépendante par ces deux holdings.

L'organisation de la distribution de ces marques de luxe se fait majoritairement par la distribution exclusive, par l'intermédiaire de magasins intégrés mono marques (boutiques détenues en propre) pour les principaux leaders. Les entreprises positionnées sur le segment du luxe accessible sont quant à elles plus attirées par les grands magasins (Galeries Lafayette, Printemps, Le Bon Marché). Enfin, l'e-commerce devient un canal de distribution stratégique dans lequel les grands groupes investissent de plus en plus (7% des ventes totales de produits de luxe en 2016).

Aujourd'hui, les fortes dynamiques positives qui avaient caractérisé le marché du luxe lors des dernières années ont connu des signes de ralentissement, avec une croissance plate lors de l'année 2016 (hors effets de change). Ces dynamiques pourront être affectées sur le court et moyen terme, par un contexte de ralentissement économique, de répression anticorruption en Chine (dont les nationaux représentent 30% de la demande mondiale), de récession au Brésil et en Russie, et d'incertitude politique en Europe en raison du terrorisme et du Brexit. Cependant, sur le long terme, la création d'une classe moyenne supérieure plus grande et l'augmentation du marché grâce au e-commerce constituent des forces qui devraient durablement apporter une croissance soutenue.

4.5.3 SWOT



Source : analyses Finexsi

5 Evaluation des actions de la société CHRISTIAN DIOR

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société CHRISTIAN DIOR exposée ci-après.

Il est rappelé que les actifs CHRISTIAN DIOR se composent essentiellement :

- D'une participation de 40,94%¹⁷ dans la société LVMH : société cotée dont la capitalisation boursière est supérieure à 100Md€ ;
- De 100% de la société GRANDVILLE, détenant elle-même 100% du capital et des droits de vote de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE, ainsi que d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- De divers autres actifs de taille moins significative.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

A titre informatif, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de CHRISTIAN DIOR au 31 décembre 2016 s'établit à 11.838m€, soit 65,6€ par action.

5.1.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

CHRISTIAN DIOR étant une holding financière dont l'activité principale est la détention de participations dans LVMH et CHRISTIAN DIOR COUTURE (via la holding GRANDVILLE), cette méthode ne nous semble pas adaptée. Elle n'a donc pas été mise en œuvre, sauf pour l'évaluation des actifs sous-jacents ci-dessus rappelés, comme nous y reviendrons.

¹⁷ Via la société FINANCIERE JEAN GOUJON : 40,94% du capital et 56,34% des droits de vote (30/04/2017).

5.1.3 Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous n'avons pas identifié de société qui pourrait être jugée comparable dans le secteur du luxe eu égard à la nature particulière (holding financière) et à la taille de CHRISTIAN DIOR. En conséquence, nous n'avons pas retenu cette méthode en global mais dans le cadre de l'approche multicritère des actifs sous-jacents (actif net comptable réévalué).

5.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats, total ou partiel, d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment, nous n'avons pas identifié de transaction qui pourrait être jugée comparable dans le secteur du luxe eu égard à la nature particulière de holding financière de CHRISTIAN DIOR et sa taille. En conséquence, nous n'avons pas retenu cette méthode en global. Nous l'avons examinée dans le cadre de l'approche multicritère des actifs sous-jacents.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues pour CHRISTIAN DIOR

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- L'analyse du cours de bourse de CHRISTIAN DIOR ;
- L'actif net comptable réévalué ;

A titre secondaire, nous présenterons également :

- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- La méthode du rendement (actualisation du flux de dividendes)

5.2.1 Cours de bourse (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Les actions CHRISTIAN DIOR sont cotées sur le compartiment A d'Euronext Paris (Code ISIN FR0000130403).

Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe 1.1.2, la part du capital flottant ressort à 25,6%, hors autocontrôle.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 24 avril 2017, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le

titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Christian Dior - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (24/4/2017)	226,9	112	112	25.301	25.301	0,06 %	0,06 %	0,24 %	0,24 %
CMPV 60 jours	206,8	67	4.038	13.919	835.145	0,04 %	2,25 %	0,14 %	8,58 %
CMPV 1 mois	219,3	72	1.361	15.715	298.583	0,04 %	0,76 %	0,15 %	2,89 %
CMPV 3 mois	206,7	68	4.195	13.983	866.945	0,04 %	2,34 %	0,14 %	8,92 %
CMPV 6 mois	196,0	76	9.648	14.890	1.891.044	0,04 %	5,38 %	0,16 %	20,52 %
CMPV 12 mois	174,4	74	19.095	12.909	3.330.538	0,04 %	10,64 %	0,16 %	40,55 %
CMPV 24 mois	170,9	86	44.227	14.731	7.557.240	0,05 %	24,65 %	0,18 %	92,94 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

Notes : (i) les volumes présentés sont ceux échangés sur Euronext, (ii) les CMPV sont calculés sur la base de cours de clôture quotidiens.

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017) le volume des actions CHRISTIAN DIOR échangées est de 19.095 milliers d'actions (soit environ 74 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 40,55%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 44.227 milliers (soit environ 86 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 92,94%.

Nous considérons que la liquidité et la rotation du flottant sont suffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence pertinente.

5.2.2 Actif net comptable réévalué (à titre principal)

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation. Cela correspond à la description de CHRISTIAN DIOR qui est une holding financière dont l'actif est composé principalement de deux participations (40,94% du capital de LVMH et 100% de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE).

Dans le cadre de cette approche, la valeur de CHRISTIAN DIOR est estimée à travers la somme de chacun de ses actifs et passifs. Pour déterminer l'ANR, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multi-critères de LVMH (cf§5.2.2.1) et de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE (cf§5.2.2.2).

5.2.2.1 Méthode d'évaluation des actions de la société LVMH

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes, non adaptées au profil et aux caractéristiques de LVMH :

- L'actif net comptable consolidé, pour les mêmes raisons que celles évoquées ci-avant,

- L'actif net comptable réévalué, dans la mesure où nous ne disposons pas des éléments nécessaires à sa mise en œuvre,
- La méthode des transactions comparables, dans la mesure où nous n'avons identifié aucune transaction portant sur une société comparable à LVMH, tant en termes de taille que de marché ou de positionnement, au cours de ces dernières années.

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend la méthode d'évaluation suivante, à titre principal :

- L'analyse du cours de bourse de LVMH.

A titre secondaire, nous présenterons également :

- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- La méthode analogique fondée sur les comparables boursiers ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- La méthode du rendement (actualisation du flux de dividendes).

5.2.2.1.1 Cours de bourse (à titre principal)

LVMH est cotée sur Euronext Paris (Code ISIN FR0000121014) et est l'une des premières capitalisations boursières de l'indice de référence du marché français (CAC40).

Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté ci-dessous, la part du capital flottant ressort à 52,3% (public au nominatif et public au porteur) :

LVMH - Actionnariat au 30 avril 2017

	Actions	%	Voix théoriques	%
<i>Financière Jean Goujon</i>	207 821 325	40,94%	415 642 650	56,34%
<i>Famille Arnault et autres sociétés du Groupe Familial Arnault</i>	29 214 964	5,76%	46 195 440	6,27%
Groupe Familial Arnault	237 036 289	46,70%	461 838 090	62,61%
Auto-Detention	4 989 481	0,98%	4 989 481	0,68%
Public	265 579 138	52,32%	270 855 422	36,72%
Total	507 604 908	100%	737 682 993	100%

Source : Société

Au 20 mai 2017, la structure de l'actionnariat de LVMH n'a pas évolué.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit le 24 avril 2017, les CMPV, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

LVMH - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (24/4/2017)	214,7	1.455	1.455	312.479	312.479	0,29 %	0,29 %	0,53 %	0,53 %
CMPV 60 jours	194,7	616	36.950	119.930	7.195.803	0,12 %	7,36 %	0,23 %	13,52 %
CMPV 1 mois	205,4	657	12.474	134.849	2.562.129	0,13 %	2,48 %	0,24 %	4,57 %
CMPV 3 mois	194,5	620	38.449	120.613	7.478.031	0,12 %	7,66 %	0,23 %	14,07 %
CMPV 6 mois	182,5	642	81.584	117.205	14.885.014	0,13 %	16,25 %	0,23 %	29,78 %
CMPV 12 mois	161,7	704	181.530	113.795	29.359.095	0,14 %	36,16 %	0,26 %	66,16 %
CMPV 24 mois	156,0	845	433.415	131.804	67.615.457	0,17 %	86,34 %	0,31 %	158,35 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

Notes : (i) les volumes présentés sont ceux échangés sur Euronext, (ii) les CMPV sont calculés sur la base de cours de clôture quotidiens.

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017) le volume des actions LVMH échangées est de 181.244 milliers d'actions (soit environ 704 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 66,16%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 433.515 milliers (soit environ 845 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 158,35%.

Sur ces bases, nous considérons que le cours de bourse est une référence pertinente pour évaluer LVMH.

5.2.2.1.2 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire)

Les titres de LVMH font l'objet d'un suivi régulier de la part de nombreux analystes (près de 30). Dans ces conditions, nous avons retenu cette méthode.

5.2.2.1.3 Comparables boursiers (à titre secondaire)

LVMH est un acteur diversifié sur le marché du luxe, présent sur cinq groupes d'activités différenciés :

- Mode & Maroquinerie,
- Vins & Spiritueux,
- Parfums & Cosmétiques,
- Montres & Joaillerie,
- Distribution sélective.

Chacun des segments possédant sa propre dynamique, il nous apparaît pertinent de les valoriser séparément. Nous avons retenu, pour chacun de ces groupes d'activités, un échantillon de comparables boursiers sur la base de critères tant opérationnels (implantations géographiques, catégories de produits) que financiers (croissance, rentabilité, taille). Chaque échantillon comporte entre 3 et 6 comparables.

Nous avons retenu le Résultat Opérationnel Courant (ROC), correspondant à une notion d'EBIT¹⁸, qui est le seul agrégat disponible par groupe d'activités de LVMH. Nous avons appliqué aux ROC estimés pour 2017 et 2018 des différents segments les multiples observés sur les mêmes périodes pour les sociétés des différents échantillons.

5.2.2.1.4 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre secondaire)

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de LVMH.

Nous n'avons pas eu communication du plan d'affaires de LVMH. Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du consensus des analystes financiers qui suivent le titre LVMH (2017 à 2019), puis nous l'avons extrapolé jusqu'en 2023.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, en considérant une structure d'endettement cible nulle.

Dans ce contexte, en l'absence de prévisions validées par le management, la valorisation de l'action LVMH par l'analyse des flux de trésorerie futurs actualisés est fournie à titre secondaire.

5.2.2.1.5 Méthode du rendement (à titre secondaire)

La société LVMH distribue régulièrement des dividendes et de nombreux analystes réalisent des prévisions relatives au niveau de distribution pour les exercices futurs. Nous avons donc mis en oeuvre cette méthode.

5.2.2.2 Méthode d'évaluation des actions de la société GRANDVILLE, holding de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE

Comme précisé ci-avant, les titres de la société GRANDVILLE font l'objet d'une cession concomitante à l'Offre, formalisée dans un projet de Contrat de cession et d'acquisition d'actions entre CHRISTIAN DIOR et LVMH daté du 22 mai 2017 (ci-après le SPA).

Le critère principal d'évaluation des titres GRANDVILLE est donc ce prix de transaction (6Md€), établi à l'issue d'une négociation entre deux parties, assistées de leur banque conseil respective, sur la base d'une approche d'évaluation multicritères mettant en oeuvre les méthodes suivantes :

- Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, à titre principal,
- Méthode des multiples de sociétés comparables (à titre secondaire)
- Multiples de sociétés comparables (à titre secondaire)

Nous avons établi un rapport en date du 22 mai 2017, en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des modalités financières de la Cession (cf. Annexe 2).

¹⁸ Earnings Before Interest and Taxes

5.2.3 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre CHRISTIAN DIOR fait l'objet d'un suivi régulier de la part d'un nombre réduit d'analystes (environ 6 analystes). Dans ces conditions, nous avons retenu cette méthode à titre secondaire.

5.2.4 Méthode du rendement (à titre secondaire)

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution de la société et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Cette méthode est particulièrement adaptée à la valorisation de participations minoritaires dans le cas où la société a un historique régulier de distribution de dividende et pour laquelle il existe une bonne visibilité du niveau de distribution future. La société CHRISTIAN DIOR distribue régulièrement des dividendes et plusieurs analystes réalisent régulièrement des prévisions relatives au niveau de distribution pour les exercices futurs. Nous avons donc retenu cette méthode, à titre secondaire.

5.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société CHRISTIAN DIOR

5.3.1 Données de référence de la société CHRISTIAN DIOR

5.3.1.1 Nombre d'actions retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 30 avril 2017 (180.507.516 actions) diminué du nombre d'actions auto-détenues non affectées à la couverture de plans d'options d'achat d'actions en cours à cette même date (60.542 actions¹⁹), soit 180.446.974 actions.

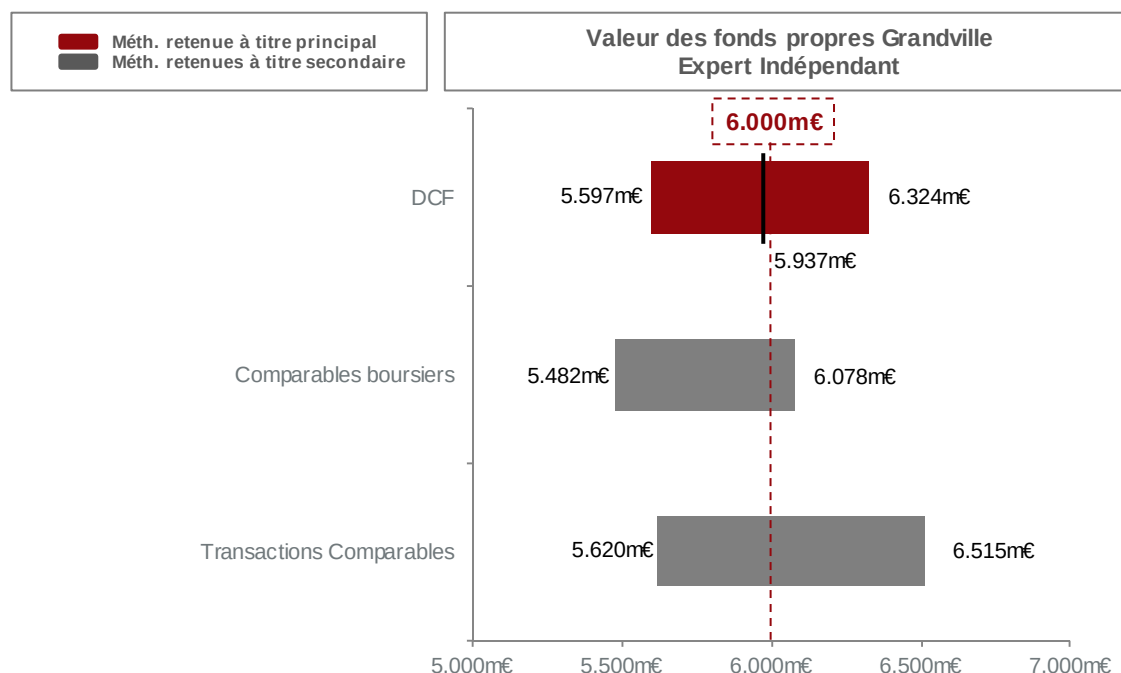
5.3.2 Actif net réévalué

5.3.2.1 Mise en œuvre de la valorisation de la société GRANDVILLE

Nous retenons donc le prix de transaction, soit 6Md€, comme référence pour valoriser la participation de CHRISTIAN DIOR dans GRANDVILLE, société holding de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE.

¹⁹ Sur la totalité des actions auto-détenues (855.272 actions), 543.010 actions sont affectées à la couverture des plans d'options d'achat d'actions et 251.720 actions sont affectées à des plans d'actions gratuites, soit un solde de 60.542 actions non affectées à la couverture de plans d'options d'achat d'actions en cours à cette même date.

Nous avons établi un rapport, présenté en Annexe 2, dont la fourchette de valorisation est la suivante :



Nous avons conclu comme suit :

« Le prix de transaction de 6 milliards d'euros se situe :

- à un niveau proche du milieu de fourchette du DCF, critère selon nous essentiel, car il recèle une ambition de croissance et d'amélioration de la performance financière consécutives aux investissements importants réalisés récemment, et reflète ainsi la pleine valeur du groupe. On doit relever que le plan d'affaires n'intègre pas d'aléa particulier, tant d'effets de cycle que d'exécution, tandis que sa mise en œuvre ne conduira pas à constater de synergies significatives nouvelles ;
- dans la fourchette des autres critères de comparables, mis en œuvre à titre de recoupement.

Dans ces conditions, nous considérons que ce prix est équitable pour CHRISTIAN DIOR, et les autres modalités de la transaction n'appellent pas de remarque de notre part. »

Par ailleurs, il convient de noter que, dans le cadre de la présente évaluation, nous n'avons pas intégré d'éventuelles réductions de prix qui pourraient intervenir dans le futur au titre de la mise en jeu de la garantie, ce qui est favorable aux actionnaires de CHRISTIAN DIOR.

5.3.2.2 Mise en œuvre de la valorisation de la société LVMH

5.3.2.2.1 Nombre d'actions retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 30 avril 2017 (507.604.908 actions) diminué du nombre d'actions auto-détenues non affectées à la couverture de plans d'options d'achat d'actions en cours à cette même date (2.016.960 actions²⁰) soit 505.587.948 actions.

Ce nombre correspond au total des actions émises hors actions d'auto-contrôle (502.615.427), augmenté des actions gratuites attribuables (1.069.511) et des options de souscription (1.903.010).

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

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du groupe LVMH au 31 décembre 2016.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2016 a été déterminé comme suit :

LVMH - Ajustement à la Valeur d'Entreprise

m€	31/12/2016
Dettes financières	(7.379)
Instruments dérivés et placement financiers	570
Trésorerie (nette des découverts bancaires)	3.544
Trésorerie (dette) financière nette	(3.265)
Exercice des stocks options	124
Versement du solde du dividende 2016	(1.307)
Intérêts minoritaires estimés	(11.330)
Sociétés mises en équivalence	770
Provisions pour retraites et engagements assimilés	(445)
Provisions pour risques, charges et réorganisation	(1.992)
Total ajustements	(14.180)
Ajustement à la Valeur d'Entreprise LVMH	(17.445)

Sources : Document de référence LVMH 2016 et analyses Finexsi

Hormis la dette financière nette qui n'appelle pas de commentaire particulier, nous avons inclu dans le passage à la valeur des fonds propres, les principaux éléments suivants :

- la trésorerie potentielle liée à l'exercice des options dans la monnaie, afin d'être cohérent avec le nombre d'actions considéré pour nos calculs ;
- Le versement du solde du dividende 2016 correspond au montant de 2,60€/action détaché le 18 avril 2017 ;

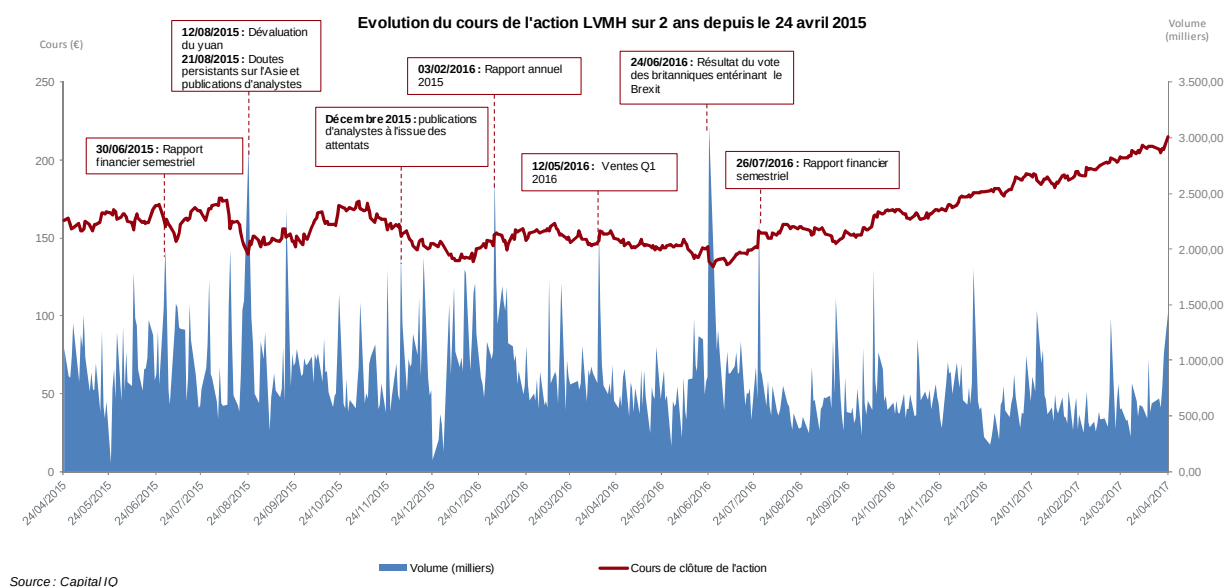
²⁰ Sur la totalité des actions auto-détenues (4.989.481 actions), 1.952.960 actions sont destinées à être annulées et 64.000 sont détenues au titre du contrat de liquidité.

- Les intérêts minoritaires concernent essentiellement la quote-part de MOËT-HENNESSY détenue par DIAGEO, valorisée par référence à un multiple boursier. Les autres intérêts minoritaires (majoritairement composés des 39% de DFS non détenus par LVMH ont été pris en compte à leur valeur comptable) ;
- Les sociétés en équivalence recouvrent d'une part les activités en partenariat et les autres sociétés mises en équivalence. Elles sont valorisées à leur valeur comptable ;
- Les provisions (pour retraites et autres provisions pour risques et charges) ont été valorisées à leur valeur comptable nette d'impôt ;

Les ajustements à la valeur d'entreprise s'élèvent ainsi à 17.445m€ au 31 décembre 2016.

5.3.2.2.3 La référence au cours de bourse de LVMH

Le cours de bourse de l'action LVMH a évolué comme suit sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017):



Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 24 avril 2017, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre :

LVMH - Analyse du cours de bourse

	Cours
Cours spot au 24 avril 2017	214,7 €
CMPV 60 jours	194,7 €
CMPV 1 mois	205,4 €
CMPV 3 mois	194,5 €
CMPV 6 mois	182,5 €
CMPV 12 mois	161,7 €
CMPV 24 mois	156,0 €
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	214,7 €
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	128,8 €
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	214,7 €
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	128,8 €

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi.

⁽¹⁾ Le 24 avril 2017.

⁽²⁾ Le 27 juin 2016.

⁽³⁾ Le 24 avril 2017.

⁽⁴⁾ Le 27 juin 2016.

Nous retenons une valeur par action LVMH entre **182,5€** et **214,7€**, correspondant respectivement au CMPV 6 mois et au cours spot au 24 avril 2017.

Il est à noter que le cours spot de LVMH au 19 mai 2017 est de 229,1€. Nous n'avons pas intégré cet accroissement du cours de LVMH post-annonce de l'opération dans notre analyse puisque ce cours est affecté à la fois de l'impact des opérations envisagées et de l'évolution générale des marchés post-annonce.

5.3.2.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes

Les dernières recommandations des analystes qui suivent le titre LVMH (post publication du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2017) et pour lesquels nous disposons d'une note justifiant l'objectif de cours, sont reprises ci-dessous :

LVMH - Objectifs de cours des analystes avant la date de l'offre

Date	Analyste	Objectif de cours
21/04/2017	Berenberg	230,0 €
18/04/2017	BofA Merrill Lynch	225,0 €
12/04/2017	Natixis S.A.	232,0 €
12/04/2017	Bryan Garnier & Co	223,0 €
12/04/2017	Citigroup Inc	245,0 €
12/04/2017	Raymond James Euro Equities	234,0 €
12/04/2017	Societe Generale Cross Asset Research	230,0 €
12/04/2017	Telsey Advisory Group LLC	230,0 €
12/04/2017	UBS Investment Bank	232,0 €
11/04/2017	Barclays	225,0 €
11/04/2017	JP Morgan	235,0 €
11/04/2017	Mirabaud Securities LLP	210,0 €
10/04/2017	RBC Capital Markets	210,0 €
10/04/2017	Deutsche Bank	225,0 €
Moyenne		227,6 €
Médiane		230,0 €
Min (Mirabaud Securities LLP et RBC Capital Markets)		210,0 €
Max (Citigroup Inc)		245,0 €

Sources : Capital IQ, notes d'analyste.

Les dernières notes d'analystes extériorisent un objectif de cours moyen de 227,6€.

Nous retenons une valeur par action LVMH comprise entre **210,0€** et **245,0€**, correspondant respectivement à l'objectif de cours le plus faible et à l'objectif de cours le plus élevé sur la base des notes d'analystes retenues.

5.3.2.2.5 Comparables boursiers

Les comparables retenus pour les différents segments sont présentés ci-dessous :

Segment Mode & Maroquinerie

Les sociétés cotées comparables retenues sont les suivantes :

- **KERING** est un groupe français spécialisé en particulier dans la production et distribution de vêtements et d'accessoires dans le monde entier et repose sur plusieurs marques dont Gucci, Bottega Veneta, Boucheron. La société propose des articles en cuir, des bijoux et des montres, ainsi que des produits de sport, y compris des vêtements, des chaussures et des accessoires. La société distribue ses produits au travers d'un réseau de boutiques, grands magasins, magasins de sport et sites Web de commerce électronique. KERING a été fondée en 1963 et est basé à Paris.
- **BURBERRY GROUP** : le groupe fabrique et vend des produits de mode & maroquinerie, ainsi que des produits de beauté, des lunettes et des montres. La société autorise également des tiers à fabriquer et à distribuer des produits sous la marque BURBERRY. BURBERRY commercialise ses produits à travers les magasins, les concessions, les

magasins numériques, les franchisés BURBERRY, les grands magasins et les magasins multi-marques, ainsi que Burberry.com. La société opère en Asie-Pacifique, en Europe, au Moyen-Orient, en Inde, en Afrique et en Amérique. BURBERRY GROUP PLC a été fondée en 1856 et a son siège social à Londres.

- **SALVATORE FERRAGAMO** conçoit et vend des produits de luxe pour hommes et femmes sous sa marque dans le monde entier. L'entreprise propose des chaussures, de la maroquinerie, des vêtements, des produits en soie, des bijoux, des accessoires, des parfums, ainsi que des lunettes et des montres. La société concède également des licences de sa marque SALVATORE FERRAGAMO, et fournit des services de gestion immobilière. Au 31 décembre 2016, elle exploitait un réseau de 402 magasins et distribuait ses produits au travers de 281 magasins gérés par des tiers. SALVATORE FERRAGAMO S.P.A. a été fondée en 1927 et est basée à Florence, Italie. SALVATORE FERRAGAMO S.P.A. est une filiale de FERRAGAMO FINANZIARIA S.P.A.
- **PRADA** est un groupe italien qui produit et distribue des articles en cuir, des sacs à main, des chaussures, des vêtements et des accessoires, notamment en Europe, en Asie-Pacifique, en Amérique, au Japon, au Moyen-Orient et en Afrique. Des lunettes et des parfums sont également commercialisés sous cette marque dans le cadre d'accords de licence. Au 31 janvier 2017, elle comptait 620 magasins gérés directement dans environ 70 pays à travers le monde. De plus, PRADA S.P.A. réalise des activités dans le secteur immobilier, et exploite des magasins de pâtisserie et duty-free. La société a été fondée en 1913 et a son siège social à Milan. PRADA S.P.A. est une filiale de PRADA HOLDING S.P.A.
- **HERMES INTERNATIONAL** est actif dans la production et la vente de produits de luxe dans le monde entier, notamment dans les domaines de la maroquinerie, du prêt-à-porter, de la parfumerie, de l'horlogerie, de la maison, de l'art de vivre et des arts de la table. La société vend ses produits dans un réseau de 307 magasins, dont 210 magasins directement exploités. HERMES se situe dans la gamme de l'ultra luxe. La société a été fondée en 1837 et est basée à Paris.

Cet échantillon est diversifié et regroupe des sociétés comme HERMES, au positionnement « premium » unique et présentant les marges opérationnelles les plus élevées du secteur, et d'autres comme BURBERRY au positionnement moins « premium » et bénéficiant d'une rentabilité plus faible. Ces sociétés sont par ailleurs généralement utilisées par les analystes de LVMH dans leur évaluation par la somme des parties du groupe.

A titre d'information, nous avons exclu les sociétés TOD'S et BRUNELLO CUCINELLI, dont la répartition de l'activité pour la première, et la taille et les niveaux de marge pour la deuxième, n'apparaissent pas pleinement comparables.

Vins & Spiritueux

Les sociétés cotées comparables retenues sont les suivantes :

- **PERNOD RICARD SA** produit et vend des vins et spiritueux en Europe, en Amérique, en Asie et à l'international. La société offre différentes boissons alcoolisées, telles que les vins mousseux, la tequila, le rhum, la vodka, le cognac, les spiritueux à base d'anis, etc. PERNOD RICARD SA a été fondée en 1805 et a son siège social à Paris.

- **DIAGEO PLC** produit, commercialise et vend des boissons alcoolisées dans le monde entier. La société propose du whisky scotch, du gin, de la vodka, du rhum, de la bière et des spiritueux, du vin, etc. La société a été fondée en 1886 et a son siège social à Londres.
- **BROWN-FORMAN CORPORATION** fabrique et vend diverses boissons alcoolisées (spiritueux, vins, cocktails prêts à boire, whisky, vodka, tequilas, champagnes, eau-de-vie et liqueur) dans le monde entier. La société dessert les clients particuliers et les consommateurs au travers de distributeurs, de magasins de détail et de grossistes. La société a été fondée en 1870 et a son siège social à Louisville, dans le Kentucky.

Ces sociétés sont de tailles diverses et présentent une exposition forte aux spiritueux premiums. Par ailleurs, leurs performances financières et leur exposition géographique est proche de celle du segment Vins & Spiritueux de LVMH.

A titre d'information, nous avons exclu les sociétés REMY COINTREAU, SUNTORY et CAMPARI, dont les niveaux de marge n'apparaissent pas pleinement comparables.

Parfums & Cosmétiques

Les sociétés cotées comparables retenues sont les suivantes :

- **L'OREAL S.A.** est un groupe industriel français, leader mondial de l'industrie cosmétique. La société vend ses produits aux salons de coiffure, aux instituts de beauté, aux boutiques, aux grands magasins, aux parfumeries, aux détaillants de voyages et aux pharmacies, ainsi que sur des sites Web de commerce électronique. L'OREAL S.A. a été fondée en 1909 et a son siège social à Clichy.
- **ESTEE LAUDER COMPANIES INC.** fabrique et commercialise des produits de soin de la peau, de maquillage, de parfum et de soins capillaires dans le monde entier. La société vend ses produits dans les grands magasins, les détaillants spécialisés, les parfumeries haut de gamme, les pharmacies, les salons de coiffure, les spas, les sites Web de commerce électronique et les magasins dans les aéroports et les navires de croisière. L'ESTEE LAUDER COMPANIES INC. a été fondée en 1946 et est basée à New York.
- **BEIERSDORF AKTIENGESELLSCHAFT** produit et distribue des biens de consommation en Europe, en Amérique, en Afrique, en Asie et en Australie. Elle opère dans deux segments, Consumer Business et Tesa Business. Le segment Business Consumer offre des produits de soins corporels. Le segment Tesa Business fabrique et vend des produits auto-adhésifs d'autres produits industriels. La société a été fondée en 1882 et est basée à Hambourg. Beiersdorf Aktiengesellschaft est une filiale de MAXINGVEST AG.

Cet échantillon est composé de groupes dont le profil de rentabilité est supérieur à LVMH mais dont la croissance anticipée est plus faible, et dont le profil opérationnel est diversifié dans le segment des parfums et cosmétiques avec une exposition géographique comparable à celle de LVMH.

A titre d'information, nous avons exclu les sociétés COTY, INTERPARFUMS et SHISEIDO. La société COTY présente en effet des agrégats impactés par de récentes acquisitions, la société INTERPARFUMS est spécialisée dans l'industrie des parfums, et la société SHISEIDO réalise une grande partie de son chiffre d'affaires en Asie. Pour ces raisons, ces trois sociétés n'apparaissent pas pleinement comparables.

Montres & Joaillerie

Les sociétés cotées comparables retenues sont les suivantes :

- **SWATCH GROUP AG** fabrique et vend des montres, des bijoux et des composants finis dans le monde entier. En outre, la société s'engage dans des activités de gestion de détail, de communication, d'immobilier, de réassurance et de finance. La société commercialise ses produits via un réseau de distribution constitué par des boutiques de montres et de bijoux, ainsi que dans des magasins en ligne. SWATCH GROUP AG a son siège social à Biel / Bienne, en Suisse.
- **TIFFANY & Co.** produit et commercialise dans le monde entier des bijoux et des accessoires. La société vend également des montres, de la maroquinerie, des parfums, et d'autres produits. La société offre ses produits au travers de la vente au détail, la grande distribution, et sur internet. Au 31 janvier 2016, elle exploitait 125 magasins dans les Amériques, 85 magasins en Asie-Pacifique, 55 magasins au Japon, 43 magasins en Europe et 5 magasins aux Émirats Arabes Unis. TIFFANY & Co. a été fondée en 1837 et a son siège à New York.
- **LA COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT SA** fabrique et distribue des bijoux et des montres de luxe en Europe, au Moyen-Orient, en Afrique, en Asie et en Amérique. La société propose également des instruments d'écriture et des accessoires divers, ainsi que des vêtements et des articles en cuir. Elle offre ses produits au travers de boutiques et de magasins en ligne. LA COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT SA a été fondée en 1988 et a son siège social à Bellevue, en Suisse.

Les sociétés comparables retenues possèdent un profil opérationnel cohérent avec celui de LVMH et dont les niveaux de marge supérieurs à ceux de LVMH sont contrebalancés par une croissance plus faible.

Distribution sélective

Les sociétés cotées comparables retenues sont les suivantes :

- **MACY'S, INC.** est une société de distribution engagée dans l'exploitation de magasins, de sites Web et d'applications mobiles. Ses magasins et sites Web vendent une large gamme de marchandises, y compris des vêtements et des accessoires pour hommes, femmes et enfants; produits de beauté; mobilier de maison; et d'autres biens de consommation. Au 28 janvier 2017, la société exploitait environ 829 magasins aux États-Unis et Porto Rico. MACY'S, INC. a été fondée en 1830 et est basée à Cincinnati.
- **NORDSTROM, INC.** est un détaillant spécialisé dans la mode, offrant des vêtements, des chaussures, des cosmétiques et des accessoires aux États-Unis et au Canada. Il fonctionne à travers deux segments, Retail and Credit. Le segment Retail propose une large gamme de produits de mode au travers d'un réseau de magasins et de sites web de la société. Le segment Credit permet aux clients d'accéder à divers produits et services de paiement. NORDSTROM, INC. a été fondée en 1901 et est basée à Seattle.

- **ULTA BEAUTY, INC.** est un détaillant de beauté aux États-Unis. Les magasins de l'entreprise fournissent des produits cosmétiques, des parfums et des produits de soins. Au 9 mars 2017, la société exploitait 974 magasins de détail aux États-Unis. Elle offre aussi ses services via un site Web. ULTA BEAUTY, INC. a été fondée en 1990 et est basée à Bolingbrook.

Le segment Distribution sélective de LVMH comprend plusieurs types d'actifs comme Le Bon Marché (grand magasin) ou Sephora (chaîne de distribution spécialisée). Cet échantillon présente, comme le segment Distribution sélective de LVMH, des groupes dont le profil opérationnel est varié.

A titre d'information, nous avons exclu les sociétés DEBENHAMS et DUFY, dont la taille pour la première, et les niveaux de marge pour la deuxième, n'apparaissent pas pleinement comparables.

Agrégat de référence de la société

Comme précisé ci-avant, nous avons retenu l'EBIT (assimilable au ROC) 2017 et 2018 du consensus des analystes.

Les frais de structure de LVMH ont été valorisés en leur appliquant le multiple d'EBIT pondéré des différents segments.

Une décote de conglomérat de 10% a été appliquée à la valorisation obtenue, en ligne avec la pratique des analystes appliquant ce type de décote. Cette décote se justifie selon nous par le fait que le groupe LVMH regroupe des sociétés intervenant dans des domaines d'activité différents n'exploitant que peu de ressources matérielles communes, limitant ainsi les gains de synergie.

Valorisation selon les multiples de sociétés comparables

LVMH - Comparables boursiers

m€	2017e			2018e		
	EBIT Consensus	Multiple des comparables	VE induite	EBIT Consensus	Multiple des comparables	VE induite
Mode et maroquinerie	4.475	17,7x	79.074	4.747	16,1x	76.306
Vins et spiritueux	1.660	17,4x	28.884	1.775	16,4x	29.035
Parfums et cosmétiques	626	17,7x	11.058	683	16,5x	11.237
Montres & Joaillerie	512	16,8x	8.604	558	14,8x	8.244
Distribution sélective	1.013	13,4x	13.522	1.188	12,5x	14.831
Coûts de structure	(262)	17,0x	(4.464)	(244)	15,6x	(3.806)
Total	8.023		136.677	8.708		135.847
Dette financière nette ajustée LVMH			(17.445)			(17.445)
Décote de conglomérat			10%			10%
Valeur des fonds propres après décote			107.309			106.562
Nombre d'actions LVMH			505.587.948			505.587.948
Valeur par action			212,2			210,8

Note : Capitalisations boursières et multiples boursiers calculés sur la base des cours de bourse 3 mois

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi

En appliquant les multiples moyens observés sur les différents échantillons retenus aux ROC 2017e et 2018e de chaque groupe d'activités, la valeur par action LVMH ressort entre **210,8€** et **212,2€**.

5.3.2.2.6 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de LVMH

Plan d'affaires du consensus

Nous nous sommes référés aux consensus des analystes en retenant les plans d'affaires issus des dernières notes d'analystes suivant le titre LVMH, publiées post annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2017. Le consensus couvre une période de trois ans, de 2017 à 2019.

Les prévisions établies par les analystes n'ont pas appelé de corrections. Nous les présentons dans le tableau ci-dessous :

LVMH - Consensus des analystes

m€	2017e	2018e	2019e
Chiffres d'affaires	41.227	43.310	45.832
Croissance (%)	9,6%	5,1%	5,8%
EBITDA	9.879	10.664	11.557
Marge (%)	24,0%	24,6%	25,2%
EBIT	8.023	8.708	9.392
Marge (%)	19,5 %	20,1 %	20,5 %
Variation du BFR	(807)	(471)	(536)
En % de la var. du CA	(22,3)%	(22,6)%	(21,3)%
Investissements	(2.236)	(2.343)	(2.421)
En % du chiffre d'affaires	(5,4)%	(5,4)%	(5,3)%

Sources : analystes

A titre d'information, le tableau ci-dessous présente les analystes publiant des prévisions :

LVMH - Analystes publiant des prévisions

Analyste	Date de publication
Berenberg	21/04/2017
BofA Merrill Lynch	18/04/2017
Natixis S.A.	12/04/2017
Bryan Garnier & Co	12/04/2017
Raymond James Euro Equities	12/04/2017
Societe Generale Cross Asset Research	12/04/2017
Telsey Advisory Group LLC	12/04/2017
UBS Investment Bank	12/04/2017
Barclays	11/04/2017
JP Morgan	11/04/2017
Mirabaud Securities LLP	11/04/2017
Deutsche Bank	10/04/2017

Extrapolation des plans d'affaires

Au-delà de 2019, nous avons prolongé l'horizon explicite des plans d'affaires jusqu'en 2023 selon les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires 2020 correspondant à la moyenne de la croissance de la période 2016-2019 (soit 6,5%). A partir de 2021, diminution progressive de la croissance du chiffre d'affaires pour tendre vers le taux de croissance à l'infini ;
- Stabilité de la marge d'EBITDA à partir de 2020, à 25,2% du chiffre d'affaires, correspondant à la marge d'EBITDA 2019 ;
- Stabilité du taux d'amortissement par rapport au chiffre d'affaires à 4,7% sur la période 2020-2023, correspondant à la moyenne du taux d'amortissement sur la période 2016-2019 ;
- Un ratio de BFR / chiffre d'affaires stable de 22,4%, correspondant au ratio moyen de la période 2016-2019 ;
- Un ratio d'investissement / chiffre d'affaires de 5,5% en 2020, correspondant au ratio moyen observé sur la période 2016-2019. Diminution du taux d'investissement de 0,2% par an sur la période 2021-2023 pour tendre vers le niveau d'amortissement défini ci-dessus.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2,5% et d'une marge d'EBITDA de 25,2% correspondant à la marge d'EBITDA 2023.

Les investissements ont été modélisés à 4,7% du chiffre d'affaires, soit à un niveau identique à celui de la dotation aux amortissements.

Par ailleurs, nous avons retenu :

- Une variation du besoin en fonds de roulement nulle ;
- Un impôt société normatif égal à 32,6% de l'EBIT.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,5% en valeur centrale, en cohérence avec le taux de croissance perpétuel retenu dans notre évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 2% et 3%.

Taux d'actualisation

Comme indiqué précédemment, nous avons retenu le coût des fonds propres pour actualiser les flux de trésorerie futurs, en retenant l'hypothèse d'une structure d'endettement cible nulle (le gearing est actuellement de 3%²¹). Cette hypothèse est cohérente avec le gearing moyen observé dans le secteur.

²¹ source Capital IQ

Le coût des fonds propres de LVMH a été établi à 8,13% sur la base des hypothèses financières suivantes :

- Un taux sans risque de 1,41% (Source : Banque de France - OAT TEC 10 ans moyenne 5 ans) ;
- Une prime de risque de 6,94% (Moyenne 5 ans des primes de risque au 17/03/2017. Source : Associes en finance) ;
- Un bêta de 0,97 correspondant au bêta endetté de LVMH sur une période de 2 ans (Source : Capital IQ)

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année à compter du 31 décembre 2016.

Sur ces bases, la valeur par action de LVMH s'établit à 192,0€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,3% à +0,3%) et le taux de croissance (entre 2,0% et 3,0%), sont présentées ci-après :

LVMH - DCF - Valeur par action

€		Coût des fonds propres				
		7,83%	7,98%	8,13%	8,28%	8,43%
Taux de croissance à l'infini	2,00%	187,9	182,1	176,6	171,4	166,4
	2,25%	196,1	189,9	184,0	178,4	173,0
	2,50%	205,2	198,4	192,0	186,0	180,2
	2,75%	215,1	207,7	200,8	194,2	188,0
	3,00%	226,1	218,0	210,4	203,3	196,5

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur par action réduite entre **186,0€** et **198,4€**.

A titre d'information, nous présentons une sensibilité de la valeur par action LVMH au taux d'imposition :

LVMH - DCF - Sensibilité au taux d'IS

€	30,6 %	31,6 %	32,6 %
	-2,0pts	-1,0pts	+0,0pts
Incidence sur la valeur de l'action LVMH	6,7	3,3	0,0

5.3.2.2.7 Méthode du rendement (actualisation du flux de dividendes)

La mise en œuvre de cette méthode d'actualisation du flux de dividendes repose sur une politique de distribution très régulière de LVMH qui se vérifie historiquement, et l'existence de prévisions d'analystes quant au niveau de distribution futur.

Projection du niveau de dividende futur (à titre secondaire)

Nous avons retenu, pour la période 2017-2019, le consensus des analystes pour les niveaux de résultat net et de bénéfice par action, qui prévoit une croissance du bénéfice net par action de 12,3% sur la période. Sur cette base, nous avons retenu un taux de distribution stable de 48,2% sur la période, en ligne avec la distribution moyenne observée sur les dernières années.

Pour la période 2020-2023, nous avons effectué une extrapolation de ces informations selon les hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle du bénéfice net par action de 12,1%, correspondant à la croissance moyenne du bénéfice net par action sur la période 2016-2019 ;
- Un taux de distribution annuel stable de 48,2%, en ligne avec les projections des analystes et l'historique de distribution de LVMH.

Dividende normatif

Le flux de dividende normatif a été construit sur la base d'une croissance du bénéfice net par action de 3,0% et d'un taux de distribution de 80%.

Le taux de distribution de 80% est cohérent avec le ralentissement de la croissance et des investissements qui laisse une plus grande capacité de distribution. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 75% et 85%.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,5% en valeur centrale, en cohérence avec le taux de croissance perpétuel retenu pour la méthode du DCF. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 2% et 3%.

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le même que celui utilisé pour la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, soit 8,13%, tel que décrit au § 5.3.2.2.6.

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 31 décembre 2016.

Sur ces bases, la valeur par action de LVMH s'établit à 182,8€.

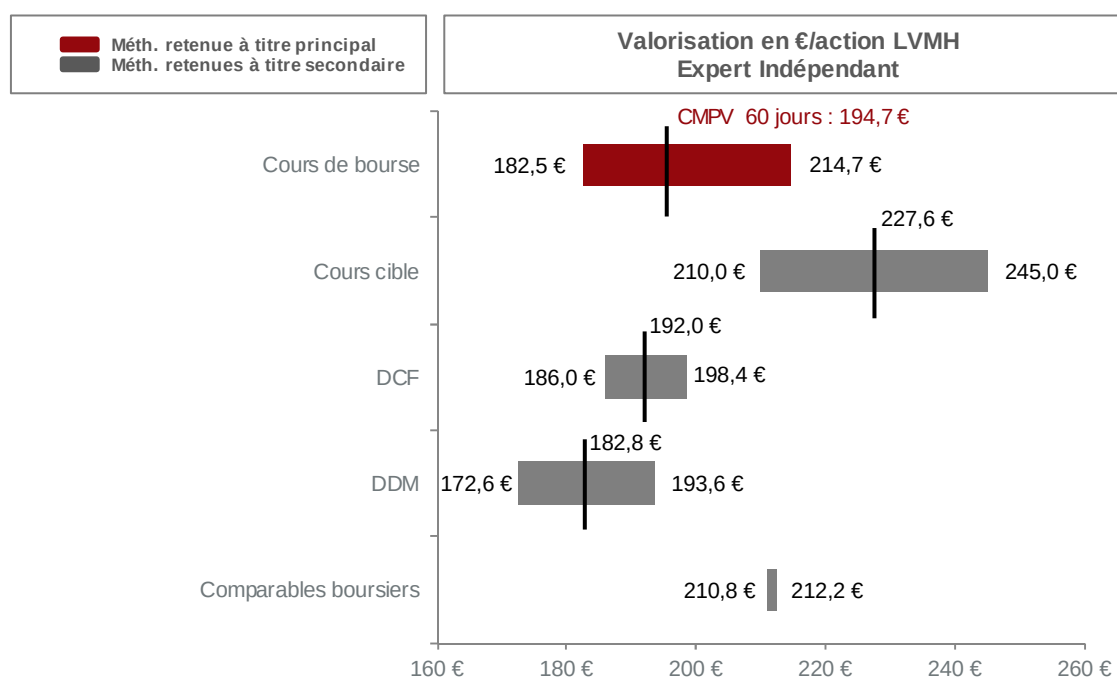
Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,3% à +0,3%) et du taux de distribution normatif (entre 75% et 85%), sont présentées ci-après :

LVMH - DDM - Valeur par action

		Coût des fonds propres				
€		7,83%	7,98%	8,13%	8,28%	8,43%
Taux de distribu n normatif	75,00%	184,4	178,6	173,1	167,9	163,0
	77,50%	189,6	183,6	178,0	172,6	167,5
	80,00%	194,8	188,6	182,8	177,3	172,0
	82,50%	200,0	193,6	187,6	181,9	176,5
	85,00%	205,2	198,6	192,5	186,6	181,1

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur par action réduite entre **172,6€** et **193,6€**.

5.3.2.2.8 Synthèse de la valorisation des actions LVMH



5.3.2.3 Mise en œuvre de l'actif net réévalué de CHRISTIAN DIOR

L'actif net réévalué de CHRISTIAN DIOR correspond à la somme (i) des 2 principales participations détenues par CHRISTIAN DIOR réévaluées (LVMH et GRANDVILLE, holding de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE), (ii) de la dette financière nette de la holding et (iii) des autres actifs et passifs CHRISTIAN DIOR (comprenant notamment les autres participations détenues par CHRISTIAN DIOR) :

Christian Dior - ANR

	Réf.	Minimum	Maximum
Valeur de l'action LVMH (€) (avant 24 avril 2017)	a	182,5	214,7
Nombre d'actions LVMH détenues par CD* (millions)	b	207,8	207,8
Valeur de la participation de CD dans LVMH (m€)	I=a x b	37.917	44.619
Valeur de la participation de CD dans Grandville (m€)	II	6.000	6.000
Dette financière nette de CD (m€)	III	(1.187)	(1.187)
Ajustements pour les dividendes payés/reçus	c	289	289
Autres ajustements	d	(284)	(284)
Autres actifs et passifs (m€)	IV=c+d	4	4
Actif net réévalué (m€)	A=I+II+III+IV	42.735	49.437
Nombre d'actions CD entièrement diluées (millions)	B	180,4	180,4
Actif net par action CD (€)	A/B	236,8	274,0

*CD : Christian Dior

Sources : Société, analyses Finexsi



La dette financière nette de la holding CHRISTIAN DIOR est égale à la dette financière nette consolidée de la société CHRISTIAN DIOR SE, retraitée de la dette financière nette consolidée de LVMH, et de la dette financière nette consolidée de GRANDVILLE.

L'ANR a été ajusté des dividendes reçus et payés sur l'année 2017, pour un montant net de 289m€ :

- Dividendes reçus de LVMH : Solde de 2,6€ par action détaché le 19 avril 2017, correspondant (i) au dividende de 4€ par action voté lors de l'AG LVMH du 13 avril 2017, diminué de (ii) l'acompte de 1,4€ versé le 1er décembre 2016, soit un total de 540m€ reçus par CHRISTIAN DIOR²².
- Dividendes payés par CHRISTIAN DIOR : Détachement du dividende de 1,4€ par action le 19 avril 2017, soit un total de 252m€ payés aux actionnaires de CHRISTIAN DIOR²³.

Les autres ajustements sont notamment composés :

- des coûts de holding de CHRISTIAN DIOR ;
- de la trésorerie potentielle liée à l'exercice des stock-options dans la monnaie, afin d'être cohérent avec le nombre d'actions considéré pour nos calculs CHRISTIAN DIOR ;
- de la fiscalité liée à la cession des titres GRANDVILLE, par CHRISTIAN DIOR à LVMH, intervenant concomitamment à l'Offre ;
- des autres participations de CHRISTIAN DIOR²⁴, retenues pour leur valeur nette comptable au 31 décembre 2016.

Sur la base d'un nombre d'actions entièrement dilué de 180.446.974, l'ANR par action se situe dans une fourchette comprise entre **236,8€** et **274,0€**.

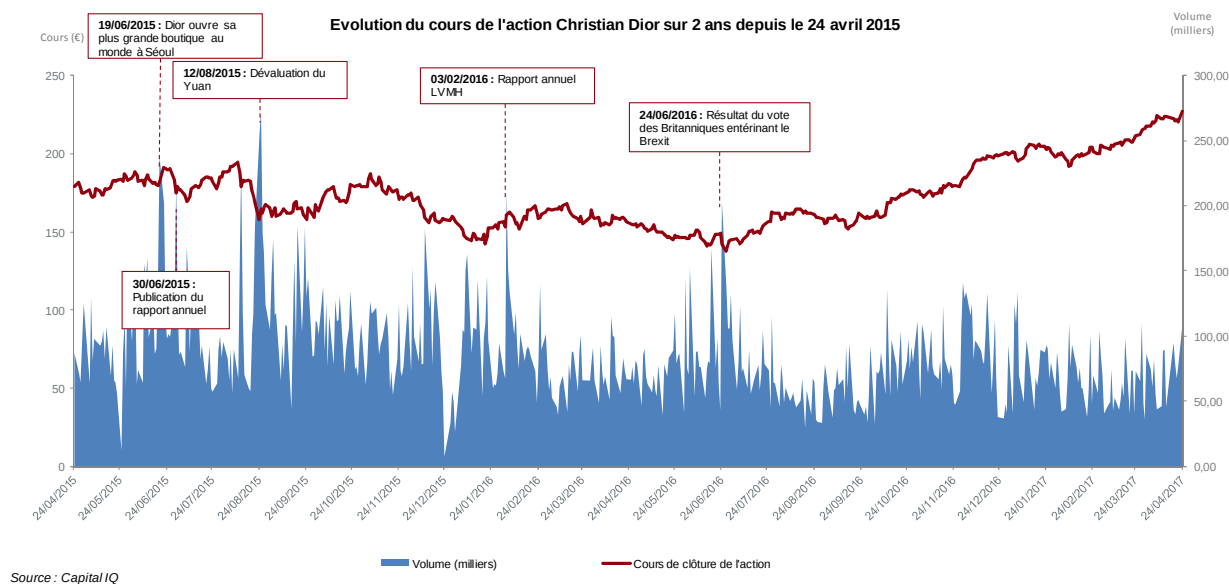
5.3.3 Référence au cours de bourse de CHRISTIAN DIOR

Le cours de bourse de l'action CHRISTIAN DIOR a évolué comme suit sur les 24 derniers mois :

²² sur la base de 207.821.350 actions LVMH détenues par CHRISTIAN DIOR

²³ sur la base de 179.652.244 actions hors actions auto-détenues

²⁴ SADIFA, CD INVESTISSEMENTS, FINANCIERE JEAN GOUJON, FINANCIERE JEAN GOUJON PATRIMOINE et LAKENBLAKER



De manière synthétique, on peut relever que, globalement, le cours CHRISTIAN DIOR suit une tendance haussière, et plus particulièrement depuis juin 2016, avec un maximum avant annonce de l'Offre de 226,85€, le 24 avril 2017. Le cours n'a jamais atteint, sur la période analysée, la contre-valeur de l'Offre Principale telle qu'appréciée au moment de l'annonce.

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 24 avril 2017, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre :

Christian Dior - Analyse du cours de bourse

	Cours
Cours spot au 24 avril 2017	226,9 €
CMPV 60 jours	206,8 €
CMPV 1 mois	219,3 €
CMPV 3 mois	206,7 €
CMPV 6 mois	196,0 €
CMPV 12 mois	174,4 €
CMPV 24 mois	170,9 €
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	226,9 €
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	136,2 €
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	226,9 €
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	136,2 €

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi.

⁽¹⁾ Le 24 avril 2017.

⁽²⁾ Le 27 juin 2016.

⁽³⁾ Le 24 avril 2017.

⁽⁴⁾ Le 27 juin 2016.

A noter que le cours de bourse de CHRISTIAN DIOR n'a jamais atteint le prix de l'Offre.

Nous retenons une fourchette entre **196,0€** et **226,9€**, correspondant respectivement au CMPV 6 mois et au cours spot du 24 avril 2017 (cours à la veille de l'Offre).

5.3.4 Objectifs de cours de bourse des analystes

Les dernières recommandations des analystes qui suivent le titre CHRISTIAN DIOR, publiés avant l'annonce du 25 avril 2017 et pour lesquelles nous disposons d'une note sont reprises ci-dessous :

Christian Dior - Objectifs de cours des analystes avant la date de l'offre

Date	Analyste	Objectif de cours
13/04/2017	Societe Generale Cross Asset Research	227,0 €
13/04/2017	JP Morgan	245,0 €
13/04/2017	CM-CIC Market Solutions (ESN)	200,0 €
13/04/2017	Oddo Securities	249,0 €
13/04/2017	Natixis S.A.	224,0 €
12/04/2017	Raymond James Euro Equities	245,0 €
Moyenne		231,7 €
Médiane		236,0 €
Min (CM-CIC Market Solutions)		200,0 €
Max (Oddo Securities)		249,0 €

Sources : Capital IQ, notes d'analyste.

Elles extériorisent un objectif de cours moyen de 231,7 €.

Les objectifs de cours des analystes apparaissent relativement cohérents, c'est pourquoi nous retenons une valeur par action CHRISTIAN DIOR comprise entre **200,0€** et **249,0€**, correspondant respectivement à l'objectif de cours le plus faible et à l'objectif de cours le plus élevé des analyses que nous avons retenues.

5.3.5 Méthode du rendement (actualisation du flux de dividendes)

La mise en œuvre de cette méthode de l'actualisation du flux de dividendes repose sur une politique de distribution très régulière de CHRISTIAN DIOR, qui se vérifie historiquement, et l'existence de prévisions d'analystes quant au niveau de distribution futur.

5.3.5.1 Projection du niveau de dividende futur

Nous avons retenu, pour la période 2017-2019, le consensus des analystes pour les niveaux de résultat net et de bénéfice par action, qui prévoit une croissance du bénéfice net par action de 14,1% et un taux de distribution stable de 34,7% sur la période.

Pour la période 2020-2023, nous avons effectué une extrapolation de ces informations selon les hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle du bénéfice net par action de 12,1%, inférieure à la croissance observée en 2016 (12,3%) et à la moyenne de 14,1% retenue par les analystes sur la période 2017-2019 mais en cohérence avec celle de LVMH (cf. § 5.3.2.2.7.) étant donné le poids du résultat net de LVMH dans celui de CHRISTIAN DIOR ;
- Un taux de distribution moyen annuel stable de 36,2%, en cohérence avec la stabilité du niveau de distribution retenu pour LVMH (cf. § 5.3.2.2.7.) et égal au niveau de distribution moyen sur la période 2015-2019.

5.3.5.2 Dividende normatif

Le flux de dividende normatif a été construit sur la base d'une croissance du bénéfice net par action de 2,5% et d'un taux de distribution de 80%.

Le taux de distribution de 80% est cohérent avec le ralentissement de la croissance et des investissements qui laisse une plus grande capacité de distribution. Il est identique à celui retenu dans l'évaluation de LVMH selon la méthode du rendement. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 75% et 85%.

5.3.5.3 Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,5% en valeur centrale, en cohérence avec en cohérence avec l'hypothèse de taux de croissance à l'infini de LVMH.

5.3.5.4 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le même que celui retenu pour LVMH pour la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, soit 8,13%, tel que décrit au § 5.3.2.2.6.

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 31 décembre 2016.

Sur ces bases, la valeur par action de CHRISTIAN DIOR s'établit à 227,2€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,3% à +0,3%) et du taux de distribution normatif (entre 75% et 85%), sont présentées ci-après :

Christian Dior - DDM - Valeur par action

€		Coût des fonds propres				
		7,83%	7,98%	8,13%	8,28%	8,43%
Taux de distribution normatif	75,00%	229,2	221,8	214,7	208,1	201,8
	77,50%	235,9	228,2	221,0	214,1	207,6
	80,00%	242,7	234,7	227,2	220,2	213,4
	82,50%	249,4	241,2	233,5	226,2	219,3
	85,00%	256,1	247,7	239,8	232,2	225,1

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur par action réduite entre **214,1€** et **241,2€**.

6 Opérations et accords connexes

Comme précisé ci-avant, concomitamment au projet d'Offre est prévue la cession des titres de la société GRANDVILLE, holding de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE, par CHRISTIAN DIOR à LVMH.

Cette Cession s'analyse comme une opération connexe à l'Offre, qui a fait l'objet de notre part à la demande de CHRISTIAN DIOR, d'un rapport d'Expert Indépendant établi ce jour, qui conclue au caractère équitable des modalités de cette Cession.

Dans le cadre de cette Cession, il a été négocié entre les parties un crédit-vendeur rémunéré au taux annuel de 1%, dont le principe et le montant n'appellent pas de remarque de notre part.

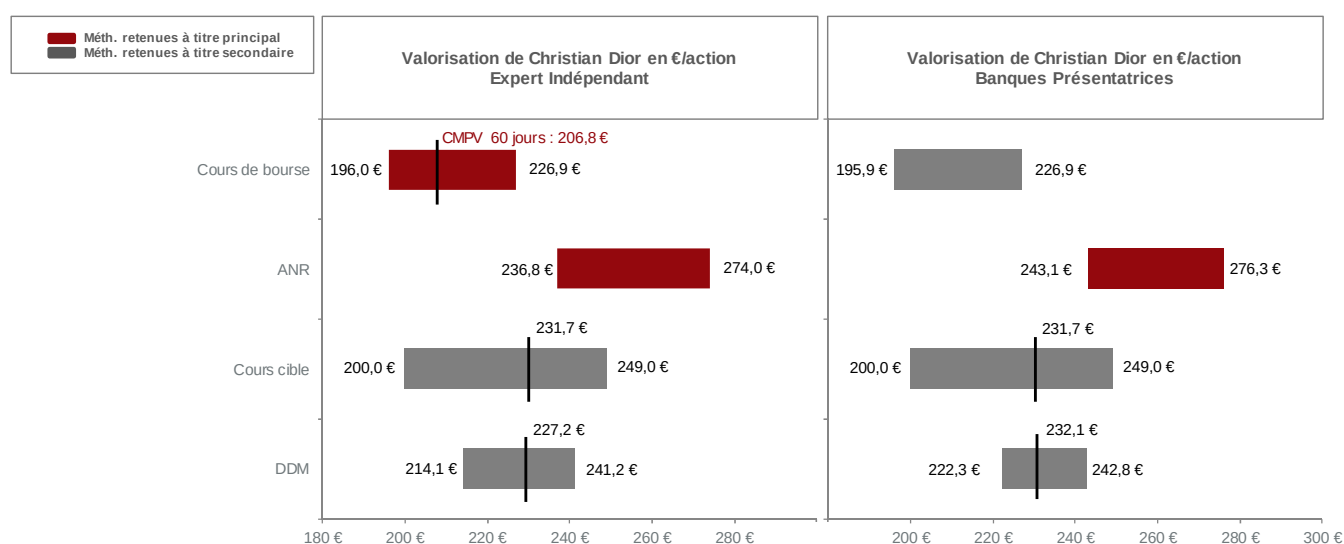
A notre connaissance, il n'existe pas d'autres opérations ou accords connexes à l'Offre susceptibles de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires sur le plan financier.

7 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices

ROTHSCHILD & CIE BANQUE, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, et CREDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK, NATIXIS ET SOCIETE GENERALE CORPORATE & INVESTMENT BANKING, agissant en tant qu'établissements présentateurs et garants (ci-après les « Banques Présentatrices ») ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des Banques Présentatrices en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu leur rapport d'évaluation définitif.

Le résultat de nos travaux respectifs est synthétisé ci-dessous :



7.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les Banques Présentatrices sur le choix des méthodes d'évaluation retenues, à savoir l'actif net réévalué (ANR), le cours de bourse, les objectifs de cours des analystes et l'actualisation des dividendes futurs.

Concernant l'étude du cours de bourse de CHRISTIAN DIOR, les Banques Présentatrices ont choisi de la présenter à titre secondaire quand nous présentons cette méthode à titre principal.

Les Banques Présentatrices, comme nous, ont écarté les méthodes de l'actif net comptable, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la méthode des comparables boursiers et celle des transactions comparables.

Nous n'avons pas de remarque particulière concernant les méthodes retenues par les Banques Présentatrices pour valoriser la participation dans LVMH et la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différents critères – CHRISTIAN DIOR

Dans la mise en œuvre de l'ANR, les Banques Présentatrices valorisent la participation de CHRISTIAN DIOR dans LVMH, ainsi que la branche (valeur d'entreprise) CHRISTIAN DIOR COUTURE, quand nous présentons la participation de CHRISTIAN DIOR dans LVMH et la participation (valeur des fonds propres) de CHRISTIAN DIOR dans GRANDVILLE (holding de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE).

7.2.1 Données financières

Les Banques Présentatrices retiennent le même nombre d'actions dilué, soit 180.446.974 actions.

7.2.2 Actif net réévalué

La valeur retenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette de 243,1€ à 276,3€. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 236,8€ à 274,0€.

La différence de bornes de valorisation s'explique principalement par les écarts de valeur retenus pour les actifs réévalués (participation dans LVMH et participation dans GRANDVILLE), tels que présentés ci-dessous.

7.2.2.1 Evaluation de la participation dans LVMH

Données financières

Les Banques Présentatrices retiennent le nombre d'actions dilué de 505.244.563 actions au 31 décembre 2016 quand nous retenons un nombre d'actions dilué de 505.587.948 actions au 30 avril 2017.

Les Banques Présentatrices retiennent un ajustement de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de 17.470m€ quand nous retenons un montant de 17.445m€.

L'écart provient principalement de l'estimation des intérêts minoritaires de MOËT-HENNESSY calculés à leur valeur réelle sur la base des consensus et de multiples retenus légèrement différents.

Analyse du cours de bourse de la Société

L'analyse du cours de bourse menée par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque de notre part.

A noter que les Banques Présentatrice calculent le cours moyen pondéré par les volumes de manière continue (« intraday ») quand notre calcul se base sur les données journalières.

Etude du cours cible des analystes



L'analyse du cours de bourse menée par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque de notre part.

A noter que nous ne retenons pas le même échantillon d'analystes que les Banques Présentatrices car nos méthodes de sélection diffèrent : les Banques Présentatrices ont pris en compte tous les analystes quand nous avons restreint notre échantillon à ceux pour lesquels nous disposons d'une publication justifiant le cours cible.

Actualisation des flux de trésorerie futur

Comme les Banques Présentatrices, nous n'avons pas eu accès à un plan d'affaires de LVMH, et avons donc utilisé un consensus de prévisions d'analystes sur la période 2017-2019, que nous avons étendu sur la période 2020-2023. Les banques présentatrices ont retenu la même approche.

Les hypothèses considérées dans le cadre de l'extrapolation ne font pas apparaître de différences majeures en terme de marge d'EBITDA.

La seule différence en termes d'hypothèse d'extrapolation concerne le taux de croissance, que les Banques Présentatrices ont maintenu stable alors que nous avons modélisé une diminution de la croissance du chiffre d'affaires de l'ordre de -1% sur la période 2020-2023.

Concernant les hypothèses financières

Comme pour CHRISTIAN DIOR, nous avons retenu une hypothèse de taux de croissance du flux normatif de 2,5% contre 3,0% pour les Banques Présentatrices.

Concernant le taux d'actualisation, les Banques Présentatrices retiennent un taux 8,1%, quand nous retenons 8,13%. Cet écart n'appelle pas de remarque de notre part.

Concernant la valeur par action

La valeur retenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette de 207,7€ à 228,1€ avec une valeur centrale de 217,5€. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 186,0€ à 198,4€, avec une valeur centrale de 192,0€ par action.

Méthode du rendement (actualisation des dividendes futurs)

Concernant les prévisions considérées

En l'absence de connaissance de la politique de distribution de dividendes futurs, nous avons utilisé un consensus de prévisions d'analystes sur la période 2017-2019, que nous avons étendu sur la période 2020-2023. Les Banques Présentatrices ont retenu la même approche.

Concernant les hypothèses financières

Comme pour CHRISTIAN DIOR, nous avons retenu une hypothèse de taux de croissance du flux normatif de 2,5% contre 3,0% pour les Banques Présentatrices.

Concernant le taux d'actualisation, les Banques Présentatrices retiennent un taux 8,1%, quand nous retenons 8,13%. Cet écart n'appelle pas de remarque de notre part.

Concernant la valeur par action

La valeur retenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette de 191,2€ à 209,1€ avec une valeur centrale de 199,8€. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 186,6€ à 210,6€, avec une valeur centrale de 198,2€ par action.

Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Comme nous, les Banques Présentatrices fondent leur analyse sur les multiples de ROC.

Nous avons retenu le même échantillon de sociétés cotées comparables que les Banques Présentatrices pour chacun des cinq segments d'activité de LVMH.

Les Banques Présentatrices ont utilisé les multiples observés sur les exercices 2016 et 2017e quand nous avons retenu les exercices 2017e et 2018e.

7.2.2.2 Evaluation de la participation dans GRANDVILLE

Nous avons retenu la valeur de transaction, soit 6Md€. Les Banques Présentatrices ont retenu la fourchette élargie de la valeur d'entreprise issue de l'approche d'évaluation multi-critères de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

7.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

A noter toutefois que nous avons calculé les moyennes de cours à partir des cours de clôture journaliers, quand les Banques Présentatrices font leur calcul journalier de manière continue (« intraday »). Cette différence de calcul n'a pas d'incidence significative sur les cours de bourse retenus.

7.2.4 Objectifs de cours

Nous avons retenu le même échantillon que les Banques Présentatrices, et la mise en œuvre de ce critère aboutit à la même fourchette de valorisation.

7.2.5 Méthode du rendement (actualisation des dividendes futurs)

Nous avons retenu la même approche, à savoir :

- le consensus de prévisions d'analystes sur la période 2017-2019, extrapolé sur la période 2020-2023 ;
- un taux de distribution identique,

Concernant les hypothèses financières

Nous avons retenu une hypothèse de taux de croissance du flux normatif de 2,5% contre 3,0% pour les Banques Présentatrices.

Concernant le taux d'actualisation, les Banques Présentatrices retiennent 8,4%, quand nous retenons 8,1%. Cet écart s'explique car, comme nous, les Banques Présentatrices ont retenu le taux d'actualisation déterminé pour LVMH, mais l'ont augmenté de 30pbs (différentiel de taux de rendement obligataire entre CHRISTIAN DIOR et LVMH).

Concernant la valeur par action

La valeur retenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette de 222,3€ à 242,8€ avec une valeur centrale de 232,1€. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 214,1€ à 241,2€, avec une valeur centrale de 227,2€ par action.

8 Appréciation des termes de paiement en actions de la société HERMES INTERNATIONAL dans le cadre de l'Offre (Offre Principale et OPE subsidiaire)

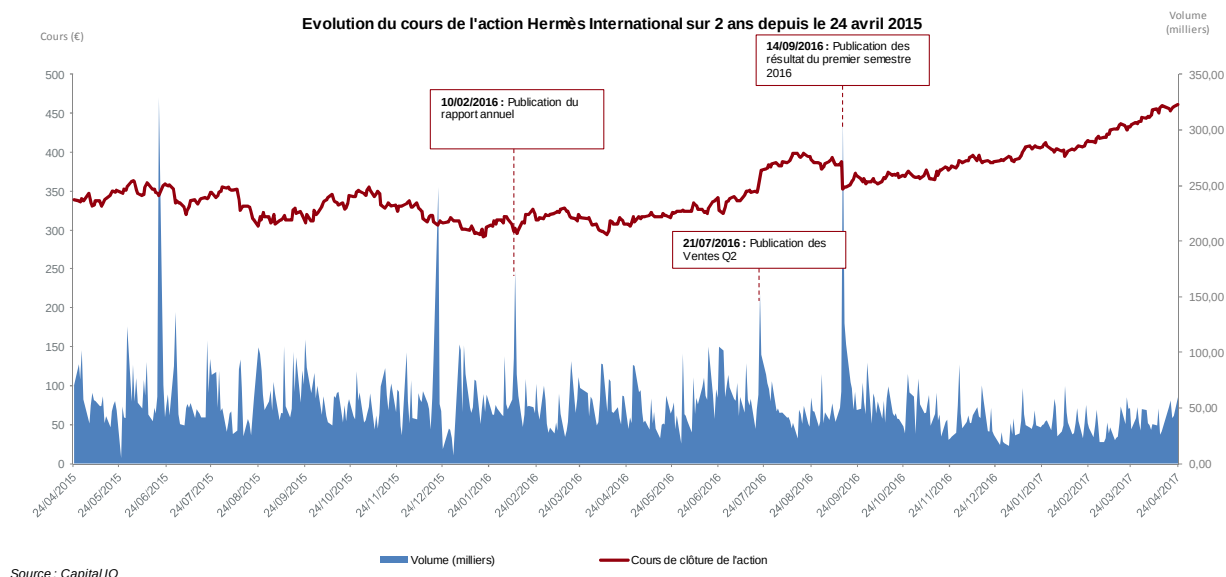
8.1 Caractéristiques de l'action HERMES INTERNATIONAL

Nous ne disposons d'aucune information autre que les informations publiques émanant de la société HERMES INTERNATIONAL (ci-après HERMES).

Le cours de bourse est l'instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

La société HERMES est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris (Code ISIN FR0000052292). La part du capital flottant ressortirait à 20,6%, hors autocontrôle.

Le cours de bourse de l'action HERMES a évolué comme suit sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017) :



Sur la base du dernier cours de bourse (coupon 2016 détaché) avant annonce de l'Offre, soit le cours de clôture du lundi 24 avril 2017 (l'annonce est intervenue le mardi 25 avril 2017), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Hermès International - Analyse du cours de bourse (coupon 2016 détaché)

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (24/4/2017)	459,3	61	61	28.105	28.105	0,06 %	0,06 %	0,29 %	0,29 %
CMPV 60 jours	423,8	38	2.283	16.124	967.434	0,04 %	2,19 %	0,18 %	10,66 %
CMPV 1 mois	447,3	41	784	18.464	350.812	0,04 %	0,75 %	0,19 %	3,69 %
CMPV 3 mois	423,3	38	2.356	16.086	997.328	0,04 %	2,26 %	0,18 %	11,00 %
CMPV 6 mois	400,8	39	5.010	15.812	2.008.142	0,04 %	4,80 %	0,18 %	23,34 %
CMPV 12 mois	369,9	48	12.429	17.820	4.597.436	0,05 %	11,91 %	0,22 %	57,95 %
CMPV 24 mois	344,1	53	27.428	18.398	9.437.938	0,05 %	26,28 %	0,25 %	130,74 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

Notes : (i) les volumes présentés sont ceux échangés sur Euronext, (ii) les CMPV sont calculés sur la base de cours de clôture quotidiens.

Sources : Capital IQ et analyses Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017) le volume des actions HERMES échangées est de 12.429 milliers d'actions (soit environ 48 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 57,95%.

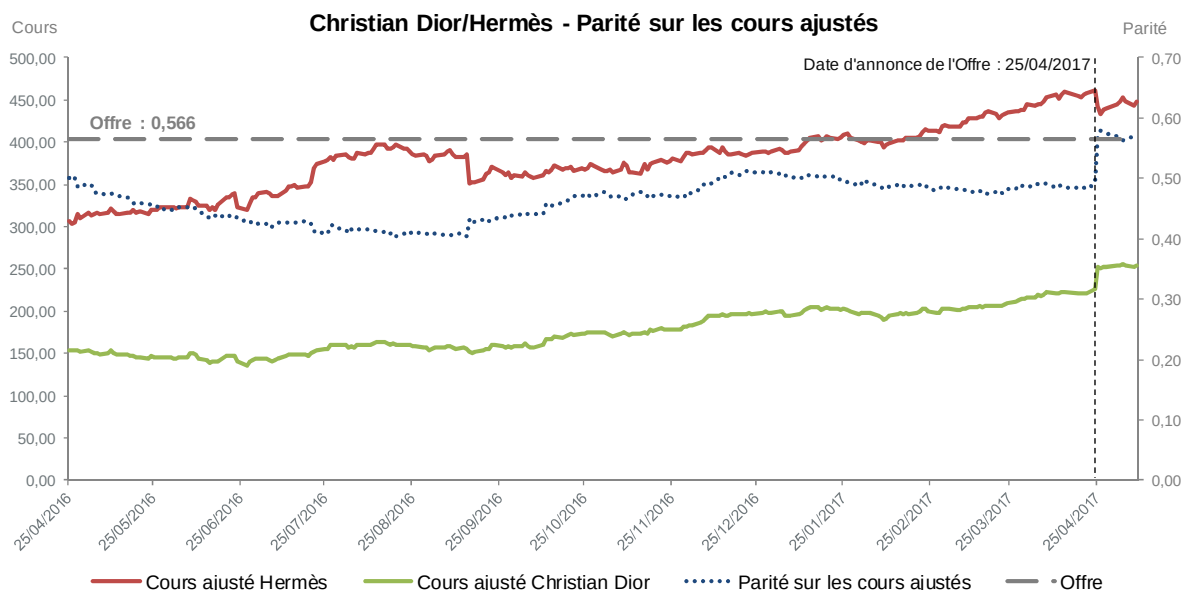
Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 27.428 milliers (soit environ 53 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 130,74%.

Nous concluons que le titre HERMES est liquide et que son cours de bourse est une référence pertinente dans le cadre de la présente transaction.

La remise de titres sur la marché, dans le cadre du paiement de l'Offre, augmentant le flottant du titre, nous estimons donc que l'action HERMES revêt un caractère liquide permettant d'accéder facilement à son équivalent monétaire.

Par ailleurs, nous avons examiné les termes de l'échange proposé avec les actions CHRISTIAN DIOR.

8.2 Comparaison des cours de bourse CHRISTIAN DIOR et HERMES INTERNATIONAL sur les deux dernières années



La parité extériorisée de cette analyse fait apparaître que :

- la parité historique (Cf. graphique ci-dessus) s'élève en moyenne sur un an à 0,46 ; et
- la parité spot s'élève à 0,49 (au 24/04/2017).

Ces constats ont l'incidence suivante sur les différentes branches de l'Offre :

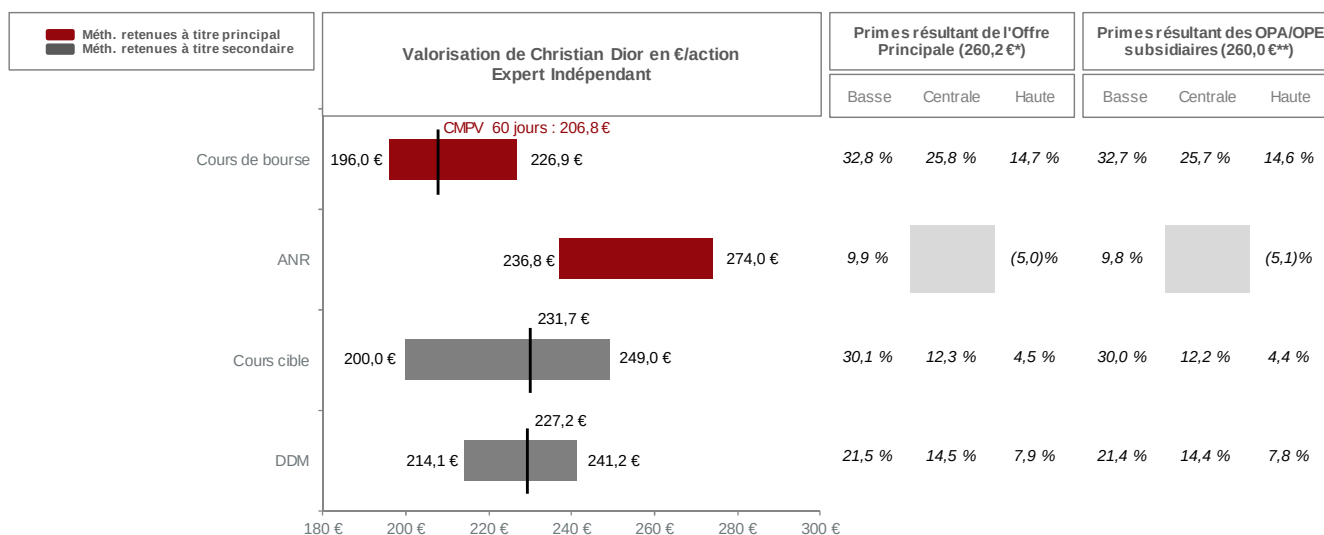
- Dans le cadre de l'OPE Subsidiaire, avec 0,566 action HERMES, l'actionnaire qui choisirait cette branche bénéficierait d'un rapport d'échange favorable par rapport à la parité spot et historique, mais s'exposerait à la fluctuation du cours de l'action HERMES.
- Dans le cadre de l'Offre Principale, avec 0,192 action HERMES et 172€, l'actionnaire a son exposition limitée à la fluctuation du titre HERMES. Ainsi, en fonction de fluctuations à plus ou moins 10% autour du cours de 450€, on constate que le prix d'Offre oscille dans une fourchette de 249,76€ à 267,04€. Les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette de 300€ à 465€, avec une moyenne de 377€ et une médiane de 390€. Si l'on retient l'hypothèse de l'objectif de cours le plus faible, soit 300€, l'actionnaire de CHRISTIAN DIOR bénéficierait d'un équivalent monétaire de 229,6€ par action CHRISTIAN DIOR, soit un montant qui reste supérieur au cours de CHRISTIAN DIOR 226,9€ au 24 avril 2017.

Les modalités de la branche principale n'appellent pas de remarque de notre part.

L'OPE subsidiaire, intégralement en titre HERMES, permet à l'actionnaire de CHRISTIAN DIOR de choisir une exposition en fonction de son appréciation du cours de bourse actuel de l'action HERMES, dans la limite de la péréquation qui sera opérée in fine entre les deux composantes du prix dans le cadre du mécanisme de réduction.

9 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre et des modalités de son paiement

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de CHRISTIAN DIOR



* Offre principale : 172€ et 0,192 action ordinaire Hermès International (coupon 2016 détaché) par action Christian Dior

** OPE : 0,566 action ordinaire Hermès International (coupon 2016 détaché) par action Christian Dior

9.2 Conclusion

La présente Offre, établie sur une base volontaire, s'inscrit dans le cadre de la réorganisation et de la simplification de la détention du capital et du contrôle du Groupe Familial Arnault sur le capital de LVMH, et de l'intégration de CHRISTIAN DIOR COUTURE dans le portefeuille de marques du groupe LVMH.

Cette Offre permet aux actionnaires de CHRISTIAN DIOR SE d'accéder à la liquidité totale à un prix de 260€ par action CHRISTIAN DIOR SE (OPA Subsidiaire), ou à la liquidité partielle pour une contrevaletur de 260,2€ (Offre Principale). Ce prix et cette contre-valeletur appellent les remarques suivantes :

- ils se trouvent dans la fourchette de l'Actif Net Réévalué déterminée sur la base
 - o d'une évaluation de LVMH en ligne avec son plus haut cours de bourse avant annonce, et au-delà de son évaluation DCF sur la base du consensus d'analystes et
 - o du prix de cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE de 6Md€ ;
- ils reflètent une prime de 15% sur le cours de CHRISTIAN DIOR SE du 24 avril 2017 de 226,9€, son plus haut historique ;

- ils reflètent une prime sur les autres critères secondaires des cours cible des analystes et de l'actualisation des dividendes.

En outre, les termes de paiement partiel de l'Offre Principale en action HERMES (0,192 action HERMES en sus de 172€) impliquent une exposition limitée à l'éventuelle baisse du cours de l'action de cette société, dont le flottant se trouvera accru, à hauteur de 8% de son capital au maximum. Pour l'actionnaire qui choisirait l'OPE Subsidaire en titres HERMES exclusivement (0,566 action HERMES pour une action CHRISTIAN DIOR SE), son exposition au cours actuel de l'action HERMES serait accrue, mais il bénéficierait d'une parité avec l'action CHRISTIAN DIOR SE favorable par rapport à la parité historique de leurs cours de bourse.

La cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE par CHRISTIAN DIOR à LVMH concomitante à l'Offre constitue une opération connexe qui a fait l'objet de notre part d'un rapport d'Expert Indépendant concluant au caractère équitable du prix de 6Md€ convenu entre les parties à la transaction. Il n'existe pas à notre connaissance d'autres accords ou opérations connexes à l'Offre susceptibles de remettre en cause le traitement équitable des actionnaires sur le plan financier.

En définitive, les travaux de valorisation que nous avons conduits et les considérations qui précèdent nous conduisent à conclure que les termes de l'Offre sur les actions de CHRISTIAN DIOR SE sont équitables pour ses actionnaires.

Fait à Paris le 22 mai 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ :

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI et déroulement de la mission

Annexe 2 : Attestation d'équité sur le projet de cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE à LVMH par CHRISTIAN DIOR



Annexe 1 : Présentation de Finexsi et déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Opération
mai-15	JC Decaux	JC Decaux	Goldman Sachs	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-15	Henri Maire	Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire Développement	Aurel BGC	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour les deux missions d'expertise indépendante s'élève à 600.000 €, hors taxes, frais et débours.



Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables

4 - Appréciation du contexte de l'opération :

- Echanges avec le management de CHRISTIAN DIOR
- Echanges avec les Banques Présentatrices de l'Offre

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la société et du groupe

7 - Mise en œuvre d'une valorisation par l'actif net réévalué (ANR)

- Approche d'évaluation multicritères de la participation dans LVMH
- Référence au prix de transaction concernant la participation dans GRANDVILLE

11 - Obtention de quatre lettres d'affirmation : une d'un représentant de CHRISTIAN DIOR, une d'un représentant de CHRISTIAN DIOR COUTURE, une d'un représentant de SEMYRHAMIS et une d'un représentant de LVMH

13 - Revue indépendante

14 - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude :

24 avril 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le conseil d'administration de CHRISTIAN DIOR
4 mai 2017	Réunion de travail avec CHRISTIAN DIOR et ROTHSCHILD & CIE, banque conseil de CHRISTIAN DIOR, notamment sur des aspects business de l'entreprise et sur le rapport de valorisation de ROTHSCHILD & CIE pour CHRISTIAN DIOR COUTURE
9 mai 2017	Conférence téléphonique avec CHRISTIAN DIOR COUTURE et ROTHSCHILD & CIE, sur les aspects fiscaux de l'évaluation de l'entreprise notamment, et questions complémentaires sur le rapport de valorisation de la banque
10 mai 2017	Réunion avec le DFA de CHRISTIAN DIOR (Pierre DEHEN) et ROTHSCHILD & CIE BANQUE, sur le projet de rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR par les Banques Présentatrices

11 mai 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR, sur l'avancement des travaux
15 mai 2017	Réunion de travail avec les Banques Présentatrices et la direction de CHRISTIAN DIOR (F. OLLIVIER et P. DEHEN) sur le projet de note d'information
16 mai 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR, sur l'avancement des travaux
21 et 22 mai 2017	Revue indépendante
22 mai 2017	Obtention des lettres d'affirmation Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil d'Administration de CHRISTIAN DIOR

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

CHRISTIAN DIOR :

- Monsieur Florian OLLIVIER, Directeur Financier
- Monsieur Pierre DEHEN, Directeur Financier Adjoint

Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR :

- Monsieur Christian de LABRIFFE, Administrateur et Président du Comité d'audit de la performance de CHRISTIAN DIOR,
- Madame Hélène DESMARAIS, Administrateur de CHRISTIAN DIOR,
- Monsieur Renaud DONNEDIEU de VABRES, Administrateur de CHRISTIAN DIOR et Membre du Comité d'audit de la performance de CHRISTIAN DIOR

CHRISTIAN DIOR COUTURE :

- Monsieur Hien TRAN TRUNG, Directeur Financier
- Monsieur Olivier GIRARDON, Directeur du contrôle de gestion
- Madame Caroline BAHL, Directeur comptable
- Madame Bénédicte FOUCAULT, Directrice fiscale
- Madame Olivia-Leslie LOUBIERE, Chef de projet planification stratégique

ROTHSCHILD & CIE, conseil financier de CHRISTIAN DIOR pour la Cession, et ROTHSCHILD & CIE BANQUE, établissement présentateur de l'Offre

- Monsieur Grégoire HEUZE, Associé-Gérant
- Monsieur Charles MUSSAT, Associé-Gérant
- Madame Noémie VILLEROY, Directeur

- Monsieur Emmanuel GUILLEMET, Directeur
- Monsieur Louis GANSER, Directeur Adjoint
- Monsieur Oussama LEMSYEH, Associate
- Monsieur Simon EDERY, Analyste
- Monsieur Maxime DOLFI, Analyste

Etablissement présentateur et garant, CREDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK

- Monsieur Matthieu LANCE, Deputy Global Head of M&A
- Monsieur Arnaud DOESSANT, Managing Director
- Madame Armelle POULARD, M&A Vice President
- Monsieur Thomas GUILLAUME, Analyst

Etablissement présentateur et garant, NATIXIS

- Monsieur Eric ARNOULD, Managing Director – Deputy Head of Equity Capital Markets
- Monsieur Georges CHABENNE, Head of M&A Execution
- Monsieur Kevin BEGUE, Associate

Etablissement présentateur et garant, SOCIETE GENERALE CORPORATE & INVESTMENT BANKING

- Monsieur Stéphane KRIEF, Executive Director
- Monsieur Giorgio CASTELLI, Corporate Finance Director
- Monsieur Kevin DEBRABANT, Analyst

Avocat de SEMYRHAMIS/CHRISTIAN DIOR SE, BREDIN PRAT

- Monsieur Benjamin KANOVITCH, Avocat
- Monsieur Emmanuel MASSET, Avocat
- Monsieur Adrien SIMON, Avocat
- Monsieur Alexandre MICHEL, Avocat

Avocat du conseil d'administration de CHRISTIAN DIOR SE, DAVIS POLK & WARDWELL LLP

- Monsieur Georges TERRIER, Avocat
- Monsieur Christophe PERCHET, Avocat
- Monsieur Jean-Christophe DEVOUGE, Avocat

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société :

- Etats financiers consolidés 2016 de CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- Trajectoire à 2020 de CHRISTIAN DIOR COUTURE (21 mars 2017, ré-édité le 30 mars 2017)
- Revue du plan (THE BOSTON CONSULTING GROUP – 27 mars 2017) ;
- Rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE du 24 avril 2017 (ROTHSCHILD) ;
- Rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR du 24 avril 2017 (ROTHSCHILD)
- Rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR du 22 mai 2017 (Banques Présentatrices) ;

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (Associé) et Olivier COURAU (Associé), ont été assistés d'Adeline BURNAND (Senior Manager), Jean-Bernard ROMANIK (Manager), Cyril COULANGE (Superviseur), Maxime SZALAVECZ (Assistant expérimenté) et Andrés TAFUR (Assistant expérimenté).

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, associé du cabinet.

Annexe 2 : Attestation d'équité sur le projet de cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE à LVMH par CHRISTIAN DIOR



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

ChristianDior

ATTESTATION D'EQUITE

Projet de cession de la branche CHRISTIAN DIOR
COUTURE à la société LVMH – MOËT HENNESSY LOUIS
VUITTON

22 mai 2017



Sommaire

1	Présentation de l'Opération	4
1.1	Contexte et termes de l'Opération.....	4
1.2	Présentation des modalités du Contrat de cession et d'acquisition d'actions	4
1.2.1	Périmètre de la Cession et expertise indépendante	5
1.2.2	Prix de cession	5
1.2.3	Convention de Crédit-vendeur	5
1.2.4	Condition suspensive et garanties	6
2	Déclaration d'indépendance	7
3	Diligences effectuées.....	7
4	Présentation de la société GRANDVILLE et de l'activité du sous-groupe CHRISTIAN DIOR COUTURE	9
4.1	Rappel du périmètre	9
4.2	Présentation de l'activité et données financières de CHRISTIAN DIOR COUTURE 10	
4.3	Présentation du marché et des perspectives.....	13
4.4	SWOT.....	14
5	Evaluation des actions de la société GRANDVILLE	15
5.1	Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE.....	16
5.1.1	Actif net comptable consolidé.....	16
5.1.2	Actif net comptable réévalué (ANR).....	16
5.1.3	Cours de bourse	16
5.1.4	La méthode du rendement (capitalisation du dividende)	16
5.2	Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE.....	17
5.2.1	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	17
5.2.2	Comparables boursiers	17
5.2.3	Transactions comparables	18
5.3	Données de référence de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE	18
5.3.1	Dette financière nette ajustée.....	18
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE ...	19
5.4.1	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	19
5.4.2	Méthode des comparables boursiers	23

5.4.3	Transactions comparables	26
5.5	Synthèse des valeurs de la société GRANDVILLE.....	29
	Ces fourchettes de valeurs sont présentées ci-dessous.	29
6	Synthèse et conclusion	30
6.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	30
6.2	Conclusion.....	31
	Annexe unique.....	32

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Par un communiqué de presse du 25 avril 2017, le Groupe Familial Arnault²⁵, CHRISTIAN DIOR et LVMH MOËT HENNESSY - LOUIS VUITTON (LVMH) ont annoncé un projet stratégique qui comporte deux volets concomitants :

- (iii) la simplification des structures du groupe CHRISTIAN DIOR-LVMH au moyen d'une offre publique simplifiée de SEMYRHAMIS (société du Groupe Familial Arnault) sur les actions de la société CHRISTIAN DIOR SE non détenues par le Groupe Familial Arnault, comportant une branche mixte principale rémunérée sous forme de 172€ en numéraire et 0,192 action HERMES INTERNATIONAL pour chaque action CHRISTIAN DIOR, assortie de deux offres à titre subsidiaire respectivement en numéraire (260€ par action CHRISTIAN DIOR) et en titres HERMES INTERNATIONAL (0,566 action HERMES INTERNATIONAL par action CHRISTIAN DIOR), ci-après « l'Offre » ;
- (iv) le renforcement du pôle Mode et Maroquinerie du groupe LVMH par l'acquisition auprès de CHRISTIAN DIOR des titres de la société GRANDVILLE, elle-même détenant 100% du capital et des droits de vote de CHRISTIAN DIOR COUTURE ainsi que d'autres actifs immobiliers dédiés à l'activité de CHRISTIAN DIOR COUTURE, pour un prix de 6Md€, ci-après « la Cession » ;

L'Offre et la Cession constituent ensemble et conjointement les Opérations.

Nous avons été désignés par le Conseil d'Administration de CHRISTIAN DIOR du 24 avril 2017, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre (i) du projet d'Offre de SEMYRHAMIS sur les actions CHRISTIAN DIOR non détenues par le Groupe Familial Arnault, sur les fondements des 1^{er} et 4^o de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, et (ii) de la Cession, en vertu des règles internes de Christian Dior. Nous avons effectué cette seconde mission par référence à la recommandation 2012-05 de l'AMF sur la nomination d'un expert indépendant lorsque la conclusion d'une convention réglementée est susceptible d'avoir un impact très significatif sur le bilan ou les résultats de la société.

Le présent rapport concerne notre appréciation sur le caractère équitable des modalités financières de la Cession, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable des modalités de l'Offre fait l'objet de notre part d'un rapport distinct établi ce même jour.

1.2 Présentation des modalités du Contrat de cession et d'acquisition d'actions

La Cession sera formalisée à travers la signature d'un Contrat de cession et d'acquisition d'actions entre CHRISTIAN DIOR et LVMH daté du 22 mai 2017 et dont la version de signature nous a été communiquée (ci-après le SPA), et dont les principales modalités sont présentées ci-dessous.

²⁵ Le Groupe Familial Arnault est composé de la Famille Arnault et des sociétés contrôlées par elle actionnaires de Christian Dior.

1.2.1 Périmètre de la Cession et expertise indépendante

Le SPA stipule que « le Vendeur [CHRISTIAN DIOR] s'engage à céder à l'Acquéreur [LVMH] et l'Acquéreur s'engage à acquérir auprès du Vendeur, à la Date de Réalisation, la totalité des Actions Cédées, libres de toute Sûreté, conformément aux termes et conditions du Contrat ». Les « Actions Cédées » faisant référence aux « actions ordinaires de la société Grandville, société anonyme de droit luxembourgeois au capital de [100.000.000] euros, dont le siège social est situé 2-4, avenue Marie-Thérèse, L-2132 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro B167855 (la « Société »), représentant 100%, sur une base totalement diluée, du capital social et des droits de vote de la Société ».

Le périmètre du SPA recouvre les actions de la société GRANDVILLE détenues par la société CHRISTIAN DIOR et devant être cédées à la société LVMH, qui représentent la totalité du capital de la société.

Il est également précisé que les Conseils d'administration de CHRISTIAN DIOR et LVMH ont désigné respectivement le cabinet FINEXSI et le cabinet LEDOUBLE en tant qu'experts indépendants afin qu'ils se prononcent sur le caractère équitable des modalités de la Cession.

1.2.2 Prix de cession

Le SPA stipule que « la cession de la totalité des Actions Cédées est consentie par le Vendeur et est réalisée au profit de l'Acquéreur moyennant un prix de cession de [six milliards] ([6.000.000.000]) d'euros (le « Prix de Cession ») ».

Il est par ailleurs précisé dans le SPA que « le Prix de Cession ne sera soumis à aucun ajustement à l'exception des stipulations des Articles 3.3 et 9 du Contrat » (lesquels instituent le mécanisme de « Paiements Interdits » et les mécanismes éventuels de réduction du « Prix de Cession susceptible » de découler de la survenance d'un « Préjudice »).

Nous présentons donc ci-après notre appréciation du prix de Cession de 6Md€ au moyen d'une approche multicritères d'évaluation des titres de la société GRANDVILLE.

1.2.3 Convention de Crédit-vendeur

Le SPA prévoit que le paiement du prix de Cession sera effectué par LVMH selon les termes et conditions prévus dans la Convention de Crédit-vendeur conclue entre CHRISTIAN DIOR et LVMH (ci-après la Convention de Crédit-vendeur). Nous avons obtenu la version de signature du projet de Convention de Crédit-vendeur daté du 22 mai 2017, dont les principales caractéristiques sont les suivantes.

CHRISTIAN DIOR consent à LVMH un crédit d'un montant maximal de 6Md€, remboursable en tout ou partie à tout moment, et au plus tard le 22 mai 2019.

Les intérêts sont calculés quotidiennement sur la base d'un taux annuel de 1%, et sont payables annuellement à terme échu (intérêts non capitalisés).

Pour information, LVMH s'est refinancé en mai 2017 sur le marché obligataire²⁶ pour un montant de 4,5Md€ réparti en 4 tranches, dont la première à hauteur de 1,25Md€ avec une échéance de 18 mois et un taux proche de zéro, inférieur à celui du crédit-vendeur dont l'échéance maximale est de 24 mois.

1.2.4 Condition suspensive et garanties

Le SPA mentionne l'unique condition suspensive suivante : *« La Réalisation de la Cession objet du Contrat est conditionnée à l'obtention d'une décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers sur l'Offre devenue définitive, après expiration du délai de recours applicable ou le cas échéant, après décision de la Cour d'appel de Paris rejetant tout recours formé à l'encontre de ladite décision de conformité (la « Condition Suspensive ») ».*

Il est par ailleurs également indiqué dans le SPA que *« la Condition Suspensive est stipulée au bénéfice de l'ensemble des Parties qui pourront, d'un commun accord, valablement y renoncer par écrit ou bien s'accorder sur un délai supplémentaire pour en permettre la réalisation ».*

Le SPA prévoit un certain nombre de *« Déclarations et Garanties »* de CHRISTIAN DIOR dont LVMH pourrait se prévaloir et ainsi obtenir une indemnité (il s'agit de l'article 9 du SPA relatif à la survenance d'un Préjudice, cité plus haut), dont le plafond est fixé à 600m€ (soit 10% du prix de Cession).

Ces *« Déclarations et Garanties »* recouvrent un périmètre usuel dans ce type de transaction et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

²⁶ Cf. article Reuters 16/05/2017

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la Cession et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte, ainsi que les modalités des Opérations ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- Analyser l'activité de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE : analyse des comptes historiques et du plan d'affaires prévisionnel ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de la valeur des activités transférées et de la société dont les titres sont cédés ;
- Prendre connaissance des travaux de ROTHSCHILD & Cie sur la valorisation de CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation de l'activité cédée et du prix de rachat des actions de la société GRANDVILLE, et son opinion sur le caractère équitable du prix de cession.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) préparées par les sociétés de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE tant pour appréhender le contexte de la Cession que pour comprendre la situation financière actuelle et les perspectives d'activité de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons également échangé avec les membres du Comité ad hoc de CHRISTIAN DIOR.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

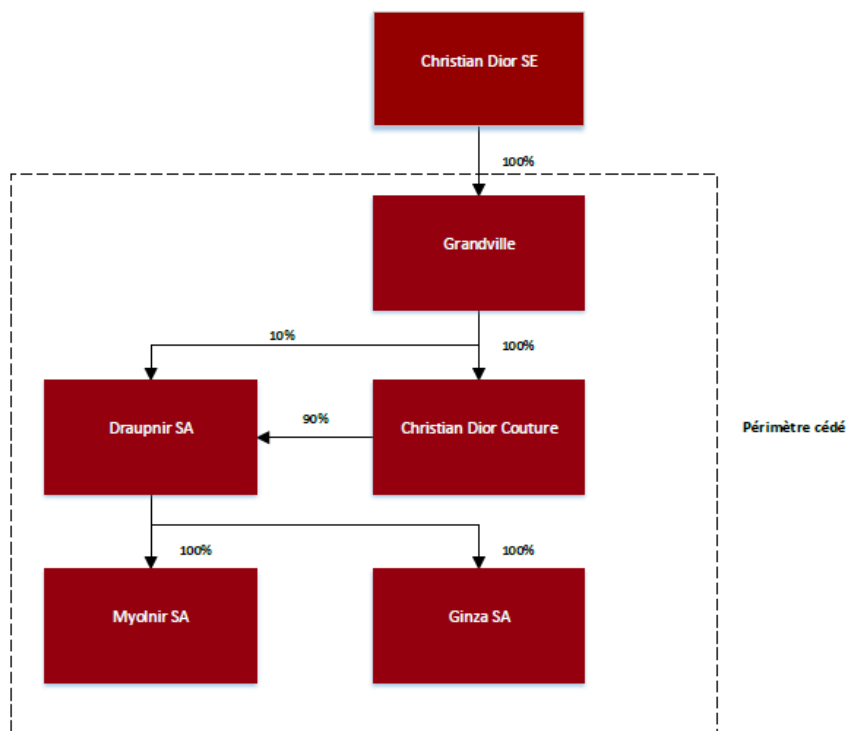
4 Présentation de la société GRANDVILLE et de l'activité du sous-groupe CHRISTIAN DIOR COUTURE

4.1 Rappel du périmètre

Comme précisé ci-avant, la présente opération concerne la cession de l'intégralité des titres GRANDVILLE détenus par CHRISTIAN DIOR.

La société GRANDVILLE est une holding détenant essentiellement :

- La société CHRISTIAN DIOR COUTURE qui exerce une activité opérationnelle au travers de 62 filiales ;
- 10% directement et 90% indirectement de la société DRAUPNIR SA et indirectement ses filiales MYOLNIR SA et GINZA SA qui détiennent certains actifs immobiliers d'exploitation.



Source : Société CHRISTIAN DIOR COUTURE

L'ensemble du périmètre cédé est consolidé dans les comptes de CHRISTIAN DIOR, lesquels font l'objet d'une certification sans réserve de ses commissaires aux comptes. Il n'existe pas de consolidation au niveau de GRANDVILLE. CHRISTIAN DIOR COUTURE établit en revanche des états consolidés (et dont le périmètre comprend DRAUPNIR SA, MYOLNIR SA et GINZA SA) qui ne font pas l'objet d'approbation ni de certification.

La société GRANDVILLE revêt un caractère de holding financier, comme le montre son bilan :

Grandville - Bilan

m€	31/12/2016	31/12/2015
Immobilisations financières	705	550
Autres actifs	0	0
Total Actif	705	551
Capitaux Propres - Part du Groupe	637	504
Autres passifs	68	47
Total Passif	705	551

Source : Comptes annuels 2016 Grandville

L'actif de GRANVILLE est essentiellement composé des immobilisations financières suivantes :

- titres CHRISTIAN DIOR COUTURE, comptabilisés pour 632m€ ;
- participations dans d'autres sociétés du secteur du luxe ;
- titres et prêts dans les sociétés détenant l'immobilier d'exploitation (DRAUPNIR, MYOLNIR).

4.2 Présentation de l'activité et données financières de CHRISTIAN DIOR COUTURE

CDC - Bilan consolidé (non audité)

m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Actifs immobilisés	1.277	1.268	1.064
Autres actifs non courants	71	78	60
Actifs non courants	1.348	1.346	1.125
Trésorerie et équivalents de trésorerie	222	238	239
Autres actifs courants	648	569	497
Actifs courants	870	807	735
Total Actif	2.218	2.153	1.860
Capitaux Propres	1.187	929	792
Provisions	33	32	23
Dette financière	503	574	517
Autres éléments de passifs	495	619	529
Total Passif	2.218	2.153	1.860

Source : Etats financiers Christian Dior Couture 31/12/2016

CDC - Compte de résultat consolidé (non audité)

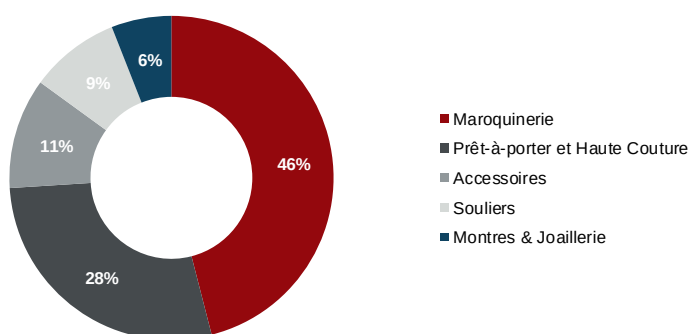
m€	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	1 936	1 872	1 599
Résultat opérationnel courant	252	240	199
% du Chiffre d'affaires	13,04%	12,84%	12,43%
Résultat opérationnel	242	241	193
Résultat net	151	132	123
Résultat net part du groupe	140	120	113
% du Chiffre d'affaires	7,21%	6,42%	7,06%

Source : Etats financiers Christian Dior Couture 31/12/2016

Le chiffre d'affaires consolidé de CHRISTIAN DIOR COUTURE (1,9Md€ en 2016) a été multiplié par 2 depuis 2011 et par 4 depuis 2006, soit une croissance du chiffre d'affaires historiquement au moins deux fois supérieure à la croissance du marché.

Le chiffre d'affaires consolidé est réalisé au travers de 5 catégories de produits :

Ventes 2016 par groupe d'activités



Source : Société

- la Maroquinerie (46% du CA FY2016, 890m€) se compose de produits phares, tels que le sac iconique Lady Dior, ou encore les lignes Diorama et Diorever, récentes et que CHRISTIAN DIOR COUTURE développe avec succès ;
- le Prêt-à-porter et la Haute Couture (28% du CA FY2016, 542m€) constitue le deuxième segment le plus contributeur au chiffre d'affaires. CHRISTIAN DIOR COUTURE se positionne sur le luxe absolu et maintient des positions fortes sur ses différents produits : les vestes et les robes chez la femme, ainsi que la ligne des grands permanents chez l'homme (chemises, costumes, etc.). A l'instar d'autres grandes Maisons, la Haute Couture reste avant tout une vitrine pour magnifier la marque.
- les Accessoires (11% du CA FY2106, 213m€), dont les lunettes qui font l'objet d'une licence accordée à la société italienne SAFILO ;
- les Souliers (9% du CA FY2016, 174 M€) ;

- les Montres & Joailleries (6% du CA FY2016, 116 M€) : l'activité Montres est réalisée au travers de la joint-venture LES ATELIERS HORLOGERS DIOR, détenue à 50/50 avec LVMH. Cette activité Montres est encore limitée ;

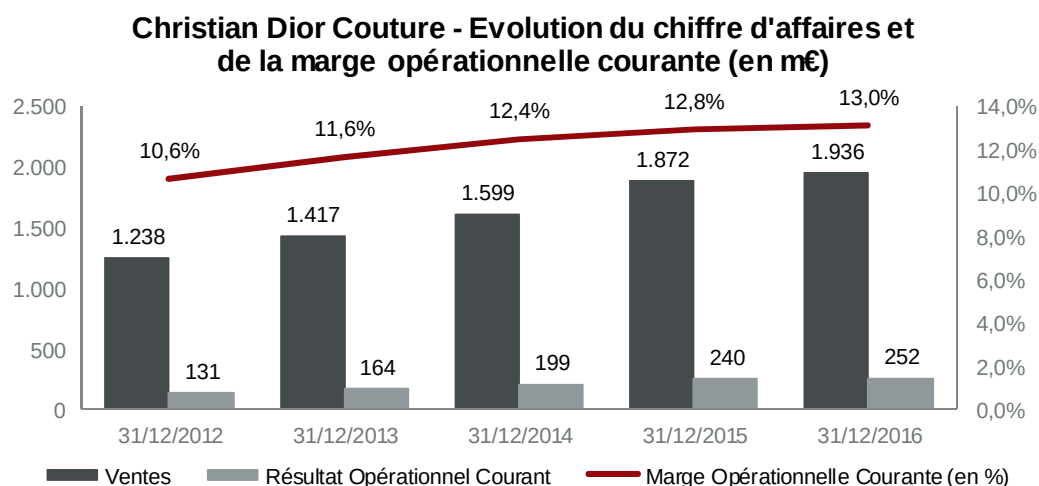
CHRISTIAN DIOR COUTURE réalise l'essentiel de son activité en Asie (Japon inclus) et en Europe / Moyen-Orient qui représentent respectivement 40% et 43% des ventes 2016. Les Etats-Unis sont un marché moins contributeur mais dont le potentiel de croissance se confirme de plus en plus. Les plus fortes contributions à la croissance du chiffre d'affaires en 2016 viennent de la Chine, du Moyen-Orient et des Etats-Unis.

La dynamique de croissance dont bénéficie CHRISTIAN DIOR COUTURE depuis 2011 découle d'une politique d'investissements importants, notamment en ce qui concerne la communication (dont les montants ont été multipliés par 1,6x depuis 2011) et l'immobilier, CHRISTIAN DIOR COUTURE ayant mené une politique d'investissements ciblés dans son réseau de boutiques dans la durée.

L'essentiel des ventes (93%) est réalisé dans des boutiques opérées en propre (plus de 198 boutiques à fin 2016). La surface de ventes est en hausse constante depuis plusieurs années. Sur l'année 2016, 12 nouvelles boutiques ont ainsi été ouvertes (tandis que 8 ont été fermées), et en complément de ces ouvertures, de nombreuses extensions et rénovations ont eu lieu (Maison Dior de New Bond Street, Montaigne Montres & Joaillerie, Cannes, Rome, Short Hills, etc.).

CHRISTIAN DIOR COUTURE est notamment propriétaire des principales boutiques *flagship* (Montaigne, Séoul, Sydney, New Bond Street, et Ginza depuis 2017).

L'évolution du résultat opérationnel courant et du taux de marge opérationnelle courante sur les 5 derniers exercices est présentée ci-dessous :



La reprise de la croissance du chiffre d'affaires et une gestion plus performante des coûts ont permis depuis 2010 d'optimiser le levier opérationnel et d'améliorer considérablement la marge, qui passe de 10,6% en 2012 à 13,0% en 2016, soit une croissance de 2,4 points.

4.3 Présentation du marché et des perspectives

Sources : Xerfi, « The Global Luxury Goods Industry: the Market », Mai 2017 et Xerfi, « La Haute Couture et le PAP de luxe », Octobre 2016

Le secteur de la Haute couture et du prêt-à-porter de luxe en France se compose de deux segments présentant des modèles économiques très différents mais complémentaires :

- (iii) la Haute couture, traditionnellement déficitaire, sert de vitrine pour les grandes marques françaises de la mode ;
- (iv) le prêt-à-porter, standardisé, qui est encore fabriqué pour partie en France, mais dont l'essentiel des ateliers a été délocalisé en Europe du Sud et de l'Est.

Le marché du luxe recouvre sous un même qualificatif trois grandes gammes : le luxe absolu, le luxe sélectif et le luxe accessible. CHRISTIAN DIOR COUTURE se situe essentiellement dans la gamme du luxe absolu.

Dans le but de soutenir leurs approvisionnements en tissus et accessoires de qualité, les grands groupes ont très tôt mené une politique d'intégration verticale en rachetant de nombreux ateliers. Les groupes de luxe se concentrent généralement sur la création de marques fortes avant de suivre une stratégie d'extension de la marque, faisant du marketing et de la distribution sélective une des clefs pour le développement de ces groupes.

Concernant le marché du luxe absolu, celui-ci est aujourd'hui concentré autour de grands groupes de taille mondiale, des « Maisons » de Haute Couture et de Prêt-à-porter de luxe, qui grâce à leur savoir-faire artisanal, leur raffinement et leur succès, sont devenus des références de luxe absolu. La majorité des grands groupes et marques de luxe sont concentrés en Europe de l'Ouest, en particulier en France, en Italie, en Suisse et au Royaume-Uni.

Parmi les grands acteurs du marché, les leaders en termes de chiffre d'affaires en 2016 sont LVMH (37,6Md€), KERING (12,4Md€) et RICHEMONT (11,1Md€). LVMH et KERING ont la particularité de disposer d'un portefeuille fort de plusieurs maisons (comme LOUIS VUITTON, GIVENCHY, KENZO et CELINE pour le premier, GUCCI, YVES SAINT LAURENT et BALENCIAGA pour le second), qui sont autant de marques gérées de manière indépendante par ces deux holdings.

L'organisation de la distribution de ces marques de luxe se fait majoritairement par la distribution exclusive, par l'intermédiaire de magasins intégrés mono marques (boutiques détenues en propre), pour les principaux leaders. Les entreprises positionnées sur le segment du luxe accessible sont quant à elles plus attirées par les grands magasins (Galeries Lafayette, Printemps, Le Bon Marché). Enfin, l'e-commerce devient un canal de distribution stratégique dans lequel les grands groupes investissent de plus en plus (7% des ventes totales de produits de luxe en 2016).

Aujourd'hui, les fortes dynamiques positives qui avaient caractérisé le marché du luxe lors des dernières années ont connu des signes de ralentissement, avec une croissance plate lors de l'année 2016 (hors effets de change). Ces dynamiques pourront être affectées sur le court et moyen terme, par un contexte de ralentissement économique, de répression anticorruption en Chine (dont les nationaux représentent 30% de la demande mondiale), de récession au Brésil et en Russie, et d'incertitude politique en Europe en raison du terrorisme et du Brexit. Cependant, sur le long terme, la création d'une classe moyenne supérieure plus grande et l'augmentation du marché grâce au e-commerce constituent des forces qui devraient durablement apporter une croissance soutenue.

4.4 SWOT



Source : analyses Finexsi

5 Evaluation des actions de la société GRANDVILLE

Par référence aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société GRANDVILLE exposée ci-après.

Comme cela a été présenté au §4.1., la société GRANDVILLE, dont les titres sont l'objet de la Cession, est une société holding dont le principal actif est constitué des titres de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE. Les autres actifs et passifs de GRANDVILLE revêtant un caractère peu significatif et peu risqué, nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- les prêts aux filiales, les dettes financières (constituées d'emprunts bancaires) et la trésorerie ont été retenus pour leur valeur comptable au 31/12/2016 ;
- les titres cotés détenus ont été retenus pour leur valeur de cession, intervenue au cours du mois de mars 2017 (l'ensemble des titres cotés que GRANDVILLE détenait pour une valeur nette comptable de 6m€ ont été cédées à un prix global de 7m€) ;
- les éléments de BFR ont été considérés comme négligeables, nous avons donc retenu une valeur nulle les concernant.

Grandville - Valorisation des autres actifs et passifs

m€	31/12/2016
Dettes financières	(67,9)
Trésorerie (nette des découverts bancaires)	0,1
Prêts aux filiales	61,2
Trésorerie (dette) financière nette	(6,7)
Total titres cotés détenus	7,0
Valeur des autres actifs et passifs	0,3

Sources : Comptes annuels 2016 Grandville et analyses Finexsi

La valeur de la société GRANDVILLE correspond (i) à la valeur de ses autres actifs et passifs (soit 0,3m€) augmentée de (ii) la valeur réelle des titres CHRISTIAN DIOR COUTURE détenus, établie selon l'approche multicritères présentée ci-après (cf synthèse en §5.5).

Il est précisé à ce stade qu'il nous a été confirmé, par CHRISTIAN DIOR COUTURE et par LVMH, qu'il n'était pas envisagé la cession des actifs immobiliers de CHRISTIAN DIOR COUTURE, ceux-ci participant à l'image de la marque DIOR. A ce titre, nous n'avons pas mis en œuvre d'approche d'évaluation distinguant l'immobilier de l'opérationnel, car elle n'aurait pas de sens dans le contexte.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

A titre informatif, l'actif net comptable consolidé part du groupe de CHRISTIAN DIOR COUTURE au 31 décembre 2016 s'établit à 1.173m€.

5.1.2 Actif net comptable réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net comptable réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Par ailleurs, nous avons relevé que CHRISTIAN DIOR COUTURE détient en grande partie son réseau de magasins en propre, et notamment historiquement son magasin de l'avenue Montaigne. Ce dernier, ainsi que les autres flagships récemment acquis, ont vocation à incarner la marque et ne peuvent donc être considérés comme des actifs hors exploitation cessibles, sans considérer un scénario de location à des conditions de marché, qui aurait pour effet de réduire l'incidence de la plus-value potentielle à un montant non significatif par rapport à la valeur de la société. Nous n'avons donc pas mis en œuvre le critère de l'ANR.

5.1.3 Cours de bourse

CHRISTIAN DIOR COUTURE n'étant pas cotée en bourse, cette méthode d'évaluation ne trouve pas ici à s'appliquer.

5.1.4 La méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs.

Bien que la société CHRISTIAN DIOR COUTURE distribue de manière régulière des dividendes, cette méthode ne sera pas retenue car aucune information ne nous a été transmise s'agissant du niveau de distribution envisagé pour le futur et, par ailleurs, CHRISTIAN DIOR COUTURE est une filiale à 100% de la société holding GRANDVILLE qui est libre de décider de la distribution de CHRISTIAN DIOR COUTURE et peut contrôler la trésorerie sans distribution.

Ce critère n'est donc pas pertinent.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend, à titre principal, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

A titre secondaire, nous présenterons également les méthodes d'évaluation analogiques :

- fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.1 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires 2017-2020 de CHRISTIAN DIOR COUTURE (« Trajectoire 2020 ») établi par le groupe au cours du 1^{er} trimestre 2017 pour les besoins de la Cession, et qui a fait l'objet d'une revue par le cabinet de conseil BOSTON CONSULTING GROUP. Nous avons extrapolé ce plan d'affaires jusqu'en 2023.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, sur la base d'une structure d'endettement cible nulle, par référence au gearing du secteur.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif de ce dernier flux actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme.

5.2.2 Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons identifié 7 sociétés dont l'activité (mix produits et canaux de distribution), le marché (mix géographique) et la rentabilité ont été jugés suffisamment comparables à ceux de CHRISTIAN DIOR COUTURE et dont les données prévisionnelles étaient disponibles.

Nous avons retenu le chiffre d'affaires et l'EBITDA²⁷ ajusté (tel que présenté au §5.4.1.1) qui sont les agrégats les plus pertinents car ils permettent d'appréhender d'une part l'activité de la société et d'autre part sa performance. Notamment, la référence à l'EBITDA, par rapport à l'EBIT, est plus pertinente dans le cas présent car il ne subit pas l'impact des investissements très significatifs réalisés ces dernières années par CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Nous avons appliqué aux chiffres d'affaires et EBITDA ajustés, estimés pour les années 2017 et 2018, les multiples observés sur les mêmes périodes pour les sociétés de l'échantillon.

5.2.3 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2011.

5.3 Données de référence de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE

5.3.1 Dette financière nette ajustée

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les états consolidés de CHRISTIAN DIOR COUTURE au 31 décembre 2016 et des informations qui nous ont été transmises par la société.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2016 a été déterminée comme suit :

CDC - Dette financière nette ajustée

m€	31/12/2016
Dette financière brute	(503)
Trésorerie nette des découverts	209
Dette financière nette proforma	(294)
Autres ajustements	(326)
Dette financière nette ajustée	(620)

Sources : Société et analyses Finexsi

²⁷ Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization

Hormis les dettes financières et la trésorerie qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- l'acquisition du *flagship* de Ginza au Japon dont le principal décaissement est intervenu au premier semestre 2017. Les différentes approches de valorisation mises en œuvre dans le présent rapport prennent en compte la valeur de cet actif ;
- les intérêts minoritaires, qui proviennent presque exclusivement de la participation minoritaire d'investisseurs locaux dans les filiales situées au Moyen-Orient. La valeur de ces intérêts minoritaires a été appréhendée par rapport à la valeur actualisée (i) des dividendes futurs versés à ces minoritaires et (ii) des engagements de rachat de ces participations minoritaires par CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- les provisions, correspondant essentiellement aux provisions pour retraites et aux provisions pour remise en état des boutiques, ont été retenues pour leur valeur comptable, nette d'impôt, au 31 décembre 2016 ;
- la participation dans la joint-venture LES ATELIERS HORLOGERS DIOR, détenue à 50% par CHRISTIAN DIOR COUTURE et à 50% par LVMH, a été estimée par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie anticipée. LVMH disposant d'une option de vente de ses actions de la joint-venture, nous avons retenu l'hypothèse d'exercice de l'option par LVMH et avons retenu 100% de la valeur des fonds propres de la JV ;
- un ajustement pour tenir compte de la surperformance financière constatée à fin mars 2017 par rapport à la Trajectoire 2020.

Cette dette financière nette ne tient pas compte notamment d'ajustements relatifs à la normalisation du BFR discutés entre les parties.

Après retraitements, la dette nette ajustée ressort à 620m€ au 31 décembre 2016.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société CHRISTIAN DIOR COUTURE

5.4.1 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

5.4.1.1 Plan d'affaires CHRISTIAN DIOR COUTURE

Comme précisé ci-avant, les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires 2017-2020 de CHRISTIAN DIOR COUTURE (« Trajectoire 2020 ») établi par le groupe au cours du 1^{er} trimestre 2017 pour les besoins de la Cession. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une revue par le cabinet de conseil BOSTON CONSULTING GROUP, qui le qualifie d'« *ambitieux mais atteignable* ».

Nous le constatons au travers des principales hypothèses structurantes suivantes :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de 11,6% par an, qui surperforme les comparables, comme c'était le cas historiquement. La croissance attendue sur l'horizon du plan est notamment soutenue par les investissements importants réalisés ces dernières années mais reste en dessous de la croissance moyenne annuelle observée par la société sur la période 2011-2016 (14,1%) ;
- Par ailleurs, il n'est pas prévu de croissance externe sur l'horizon du plan, ni de cession d'actifs significatifs ;
- Le niveau des coûts de communication sur la durée du plan est en ligne avec l'historique, et au-dessus des comparables du marché du luxe ;
- les coûts de distribution ont été considérés dégressifs sur la durée du plan d'affaires, en % du chiffre d'affaires. Ces coûts sont principalement liés aux investissements des boutiques qui sont le principal canal de vente de CHRISTIAN DIOR COUTURE ;
- un niveau de BFR stable en % du chiffre d'affaires sur la durée du plan ;
- Un taux d'IS de 32,2%, en ligne avec le taux d'imposition effectif constaté sur l'exercice 2016. Les échanges que nous avons eus avec le management de la société confirment que ce taux ne pourra pas être amélioré à des niveaux très significativement inférieurs dans les prochaines années, nous présentons cependant ci-après une analyse de sensibilité de la valeur de CHRISTIAN DIOR COUTURE à une baisse du taux d'impôt de 2% pour tenir compte (i) de la baisse du taux d'impôt votée en France (28%) et (ii) d'un contexte de baisse de taux annoncée aux Etats-Unis, mais non effective à ce jour ;
- Des investissements moins soutenus que ceux constatés lors des dernières années qui ont été marquées par des investissements immobiliers majeurs.

La marge d'EBITDA qui ressort du plan d'affaires connaît une progression sensible entre 2017 et 2020.

Nous avons effectué les principaux ajustements suivants sur l'EBITDA tel qu'il ressort du plan d'affaires :

- reclassement des dépréciations sur actif circulant (essentiellement dépréciation de stock) dans l'EBITDA ;
- prise en compte de charges de personnel actuellement supportées par CHRISTIAN DIOR et qui seront à la charge de l'acquéreur.

Ces ajustements, permettant d'aboutir à un « EBITDA ajusté », ont un impact négligeable sur le taux de marge d'EBITDA.

5.4.1.2 Extrapolation du plan d'affaires

Au-delà de 2020, nous avons prolongé l'horizon explicite du plan d'affaires jusqu'en 2023 selon les hypothèses suivantes :

- Diminution progressive du niveau de croissance du chiffre d'affaires pour tendre vers le taux de croissance à l'infini ;
- Après l'augmentation sensible du taux de marge sur l'horizon explicite, le taux de marge diminue de façon linéaire sur 2020-2023 pour arriver au niveau de la marge d'EBITDA normative, retenue à un niveau proche de la moyenne calculée sur la période 2017-2020 ;
- Taux d'imposition de 32,2% sur la période 2021-2023, stable par rapport aux hypothèses du plan d'affaires et au taux d'imposition effectif de l'exercice clos au 31 décembre 2016 ;
- Un ratio de BFR / chiffre d'affaires stable, en ligne avec les hypothèses du plan d'affaires ;
- Un ratio d'investissement / chiffre d'affaires stable, au même niveau qu'en 2020.

5.4.1.3 Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2,5% et d'une marge d'EBITDA ajusté à un niveau proche de la moyenne calculée sur la période 2017-2020. Ces niveaux maintenus sur le très long terme sont des hypothèses favorables notamment par rapport aux niveaux actuels et à celui des comparables.

Après une période d'investissement forte, les investissements ont été modélisés à un niveau identique à celui de la période 2020-2023, et la dotation aux amortissements a été alignée sur ce niveau en fin de plan.

Par ailleurs, nous avons retenu :

- Une variation du besoin en fonds de roulement nulle ;
- Un impôt société normatif égal à 32,2% de l'EBIT.

5.4.1.4 Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,5% en valeur centrale, en cohérence avec les taux de croissance perpétuels retenus par les analystes qui suivent les sociétés cotées comparables à CHRISTIAN DIOR COUTURE. Une analyse de sensibilité a été réalisée entre 2% et 3%.

5.4.1.5 Taux d'actualisation

En cohérence avec l'échantillon de comparables utilisé pour calculer le bêta du secteur, nous avons considéré un ratio d'endettement nul. Le taux d'actualisation a donc été retenu à hauteur du coût des fonds propres pour CHRISTIAN DIOR COUTURE, soit 8,63% sur la base des hypothèses financières suivantes :

- Un taux sans risque de 1,41% (Source : Banque de France - OAT TEC 10 ans moyenne 5 ans) ;
- Une prime de risque de 6,94% (Moyenne 5 ans des primes de risque au 17/03/2017. Source : ASSOCIES EN FINANCE) ;
- Un bêta de 1,04 correspondant au bêta désendetté observé sur l'échantillon des sociétés comparables retenues (Source : CAPITAL IQ).

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 31 décembre 2016.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de CHRISTIAN DIOR COUTURE s'établit à 6.557m€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,3% à +0,3%) et le taux de croissance (entre 2% et 3%), sont présentées ci-après :

CDC - DCF - Valeur d'entreprise

		Coût des fonds propres				
m€		8,33%	8,48%	8,63%	8,78%	8,93%
Taux de croissance à l'infini	2,00%	6.490	6.337	6.190	6.050	5.916
	2,25%	6.687	6.523	6.366	6.217	6.074
	2,50%	6.900	6.724	6.557	6.397	6.245
	2,75%	7.133	6.943	6.763	6.593	6.430
	3,00%	7.387	7.183	6.989	6.805	6.630

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur d'entreprise réduite entre 6.217m€ et 6.943m€, avec une valeur centrale de 6.557m€.

5.4.1.6 Sensibilité de la valeur de CDC à la baisse du taux d'impôt

Comme indiqué ci-dessus, nous avons retenu un taux d'impôts de 32,2% par référence au taux effectif constaté en 2016 sur le palier de consolidation de CHRISTIAN DIOR COUTURE. Ce taux ne tient pas compte :

- de la baisse du taux d'impôt voté en France ;
- de la baisse du taux d'impôts évoquée aux Etats-Unis ; et
- du caractère prudent de la politique actuelle d'activation des déficits fiscaux.

Nous avons donc établi une analyse de sensibilité de la valeur à une baisse du taux d'impôts de 1 à 2 points, présentée dans le tableau suivant :

CDC - DCF - Sensibilité au taux d'IS

m€	30,2 %	31,2 %	32,2 %
	-2,0pts	-1,0pts	+0,0pts
Incidence sur la VE	189	95	0

Une baisse du taux d'impôts de 2 points aurait une incidence de +189m€ sur la valeur d'entreprise de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Nous relevons que l'incidence reste limitée et est soumise à des baisses de taux d'impôts qui restent hypothétiques à ce jour.

5.4.2 Méthode des comparables boursiers

5.4.2.1 Détermination de l'échantillon de sociétés comparables

Comme nous l'avons vu précédemment, la société CHRISTIAN DIOR COUTURE est présente sur le marché du luxe, et plus particulièrement « luxe absolu ». Ce marché ne concentre qu'un petit nombre d'acteurs qui ont chacun leurs spécificités, leur singularité, tant sur le plan opérationnel que financier.

Par conséquent, il apparaît difficile de trouver des sociétés qui lui soient pleinement comparables. Toutefois, nous sommes parvenus à identifier les sociétés cotées dont les activités sont les plus proches de celles de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Nous avons ainsi exclu de cet échantillon (i) le groupe RICHEMONT dont les activités sont exclusivement dédiées à la joaillerie et à l'horlogerie (CARTIER, VAN CLEEF & ARPELS, JAEGER-LECOULTRE,), (ii) la société TOD'S dont l'activité de maroquinerie et les ventes au détail sont faibles, et retenu les sociétés suivantes :

- **HERMES INTERNATIONAL** œuvre dans la production et la vente de produits de luxe dans le monde entier, notamment dans les domaines de la maroquinerie, du prêt-à-porter, de la parfumerie, de l'horlogerie, de la maison, de l'art de vivre et des arts de la table. La société vend ses produits dans un réseau de 307 magasins, dont 210 magasins directement exploités. HERMES se situe dans la gamme de l'ultra luxe. La société a été fondée en 1837 et est basée à Paris.
- **BURBERRY GROUP** : le groupe fabrique et vend des produits de mode & maroquinerie, ainsi que des produits de beauté, des lunettes et des montres. La société autorise également des tiers à fabriquer et à distribuer des produits sous la marque BURBERRY. BURBERRY commercialise ses produits à travers les magasins, les concessions, les magasins numériques, les franchisés BURBERRY, les grands magasins et les magasins multi-marques, ainsi que Burberry.com. La société opère en Asie-Pacifique, en Europe, au Moyen-Orient, en Inde, en Afrique et en Amérique. BURBERRY GROUP PLC a été fondée en 1856 et a son siège social à Londres.
- **KERING** est un groupe français spécialisé dans la production et distribution de vêtements et d'accessoires dans le monde entier qui repose sur plusieurs marques dont Gucci, Bottega Veneta, Boucheron. La société propose des articles en cuir, des bijoux et des montres, ainsi que des produits de sport, y compris des vêtements, des chaussures et des accessoires. La société distribue ses produits au travers d'un réseau de boutiques, grands magasins, magasins de sport et sites Web de commerce électronique. KERING a été fondée en 1963 et est basée à Paris.

- **PRADA** est un groupe italien qui produit et distribue des articles en cuir, des sacs à main, des chaussures, des vêtements et des accessoires, notamment en Europe, en Asie-Pacifique, en Amérique, au Japon, au Moyen-Orient et en Afrique. La société fournit également des lunettes et des parfums dans le cadre d'accords de licence. Au 31 janvier 2017, elle comptait 620 magasins gérés directement dans environ 70 pays à travers le monde. De plus, PRADA S.P.A. réalise des activités dans le secteur immobilier, et exploite des magasins de pâtisserie et duty-free. La société a été fondée en 1913 et a son siège social à Milan. PRADA S.P.A. est une filiale de PRADA HOLDING S.P.A.
- **SALVATORE FERRAGAMO** conçoit et vend des produits de luxe pour hommes et femmes sous sa marque dans le monde entier. L'entreprise propose des chaussures, de la maroquinerie, des vêtements, des produits en soie, des bijoux, des accessoires, des parfums, ainsi que des lunettes et des montres. La société concède également des licences de sa marque SALVATORE FERRAGAMO, et fournit des services de gestion immobilière. Au 31 décembre 2016, elle exploitait un réseau de 402 magasins et distribuait ses produits au travers de 281 magasins gérés par des tiers. SALVATORE FERRAGAMO S.P.A. a été fondée en 1927 et est basée à Florence. SALVATORE FERRAGAMO S.P.A. est une filiale de FERRAGAMO FINANZIARIA S.P.A.
- **BRUNELLO CUCINELLI** est un groupe italien spécialisé dans la production et la distribution de vêtements et d'accessoires, sous sa marque, en Italie et à l'international. Il offre divers produits pour femme, y compris des accessoires, des sacs, des chaussures et des vêtements; ainsi que des produits pour homme tels que des costumes, des accessoires, des sacs, des chaussures, des vêtements et des petits articles en cuir. Enfin, la société propose des produits de « style de vie » qui comprennent des bougies, de la vaisselle, des coussins, des couvertures et des produits de beauté. La société commercialise ses produits au travers de chaînes de magasins directement exploités, de magasins mono-marque et multi-marques, ainsi que des espaces dédiés à la marque dans les grands magasins. La société a été fondée en 1978 et a son siège à Solomeo, Italie. BRUNELLO CUCINELLI S.P.A. est une filiale de FEDONE S.R.L.
- **LVMH MOËT HENNESSY – LOUIS VUITTON** est le leader du marché des produits de luxe au monde. Le groupe est engagé essentiellement dans la production et la vente de vins & spiritueux, mode & maroquinerie, parfums & cosmétiques, montres & joaillerie. Le groupe LVMH détient 70 marques, dont Louis Vuitton, marque leader du secteur, et est présent dans 70 pays au travers d'un réseau de 3 948 magasins. La société a été constituée en 1923 et a son siège à Paris.

Par conséquent, cet échantillon comprend :

- Des grands groupes diversifiés et de taille plus importante que CHRISTIAN DIOR COUTURE mais qui possèdent des marques fortes et ont une exposition majoritaire au segment Mode & Maroquinerie comme LVMH, KERING et HERMES ;
- Des acteurs de taille légèrement inférieure mais présents sur les mêmes segments que CHRISTIAN DIOR COUTURE (maroquinerie, prêt à porter et souliers) et présentant une couverture géographique similaire comme PRADA, BURBERRY et SALVATORE FERRAGAMO ;
- Un acteur de plus petite taille, BRUNELLO CUCINELLI mais présentant des caractéristiques financières (niveaux de marge et de croissance) très proches de CHRISTIAN DIOR COUTURE et avec un positionnement luxe absolu dans le prêt à porter.

CDC - Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

mDevise	Dev.	Cap. boursière ⁽¹⁾	CA			Croissance CA			Marge d'EBITDA		
			2016	2017e	2018e	2015/16	2016/17	2017/18	2016	2017e	2018e
Burberry ⁽²⁾	GBP	7 348	2 703	2 840	2 941	7,4 %	5,1 %	3,6 %	20,1 %	21,2 %	22,5 %
Kering	EUR	29 829	12 385	13 643	14 491	6,9 %	10,2 %	6,2 %	19,0 %	19,5 %	20,3 %
Prada ⁽²⁾	EUR	9 941	3 214	3 343	3 467	(9,4)%	4,0 %	3,7 %	20,2 %	22,2 %	23,6 %
Salvatore Ferragamo	EUR	4 545	1 438	1 511	1 592	0,6 %	5,1 %	5,4 %	22,2 %	22,9 %	23,6 %
Brunello Cucinelli	EUR	1 461	456	507	555	10,1 %	11,3 %	9,4 %	17,2 %	17,2 %	17,3 %
LVMH	EUR	98 794	37 600	41 199	43 215	5,4 %	9,6 %	4,9 %	22,5 %	24,0 %	24,6 %
Hermès	EUR	44 468	5 202	5 647	6 075	7,5 %	8,5 %	7,6 %	36,7 %	36,1 %	36,4 %
Moyenne			9 000	9 813	10 334	4,1 %	7,7 %	5,8 %	22,5 %	23,3 %	24,0 %
Moyenne hors Hermès			9 633	10 507	11 043	3,5 %	7,5 %	5,5 %	20,2 %	21,2 %	22,0 %

(1) la capitalisation boursière est calculée au 24/04/2017 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

(2) les agrégats des sociétés ont été rebasés au 31 décembre

Source : Capital IQ

Sur 2016, les taux de croissance de chiffre d'affaires des sociétés de l'échantillon sont hétérogènes, le taux de croissance de CHRISTIAN DIOR COUTURE (soit 3,4%) étant proche de la moyenne hors HERMES de l'échantillon (soit 3,5%). Comparativement aux taux de croissance attendus pour les exercices futurs, le faible taux de croissance de l'exercice 2016 résulte de la régression du premier semestre 2016, résultant d'un ralentissement d'ensemble du marché du luxe.

Sur l'exercice 2017, les taux de croissance de chiffre d'affaires des sociétés de l'échantillon sont plus homogènes se situant entre 4% et 11,3%. Le taux de croissance 2017 attendu pour CHRISTIAN DIOR COUTURE se situe en haut de cette fourchette.

Sur l'exercice 2018, nous observons un ralentissement de la croissance attendue du chiffre d'affaires sur l'ensemble des sociétés de l'échantillon alors que le niveau de croissance de chiffre d'affaires de CHRISTIAN DIOR COUTURE reste stable par rapport à celui de 2017.

Concernant la marge d'EBITDA ajusté, l'échantillon est relativement homogène et en légère augmentation sur les exercices 2017 et 2018 avec une moyenne hors HERMES de 20,2% en 2016, portée à 22% en 2018. CHRISTIAN DIOR COUTURE se situe au même niveau que cette moyenne.

Nous devons relever que la performance particulièrement élevée de HERMES en termes de marge d'EBITDA, qui ne se compare à aucun de ses pairs, nous a conduits à retenir les multiples issus des médianes.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats issus des consensus d'analystes pour les années 2017 et 2018 :

CDC - Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

mDevise	Dev.	Cap. boursière ⁽¹⁾	VE	Multiples de CA		Multiples d'EBITDA	
				2017e	2018e	2017e	2018e
Burberry ⁽²⁾	GBP	7.348	6.743	2,37x	2,29x	11,22x	10,19x
Kering	EUR	29.829	34.886	2,56x	2,41x	13,15x	11,84x
Prada ⁽²⁾	EUR	9.941	10.068	3,01x	2,90x	13,58x	12,30x
Salvatore Ferragamo	EUR	4.545	4.582	3,03x	2,88x	13,22x	12,18x
Brunello Cucinelli	EUR	1.461	1.519	2,99x	2,74x	17,43x	15,83x
LVMH	EUR	98.794	103.753	2,52x	2,40x	10,49x	9,75x
Hermès	EUR	44.468	42.183	7,47x	6,94x	20,69x	19,10x
Moyenne				3,42x	3,22x	14,25x	13,03x
Médiane				2,99x	2,74x	13,22x	12,18x

(1) la capitalisation boursière est calculée au 24/04/2017 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

(2) les agrégats des sociétés ont été rebasés au 31 décembre

Source : Capital IQ

5.4.2.2 Agrégats de référence de la société

Nous avons retenu le chiffre d'affaires et l'EBITDA ajusté estimés pour 2017 et 2018, tels qu'ils ressortent du plan d'affaires 2017-2020.

Il a été considéré que l'EBITDA 2017 n'intègre pas la pleine valeur liée à l'ouverture du nouveau flagship de Ginza courant 2017. A ce titre, nous avons retraité les EBITDA 2017e et 2018e des flux prévisionnels provenant de Ginza. La valeur de Ginza a été évaluée séparément par la méthode des multiples boursiers appliquée à l'EBITDA 2018 qui tient compte de la pleine valeur de Ginza, et ajoutée à la valeur d'entreprise induite par l'application des multiples de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

5.4.2.3 Valorisation selon les multiples de sociétés comparables

En appliquant les multiples médians observés sur l'échantillon retenu aux chiffres d'affaires et aux EBITDA ajustés 2017e et 2018e, la valeur d'entreprise de CHRISTIAN DIOR COUTURE ressort entre **6.101m€** et **6.698m€**.

5.4.3 Transactions comparables

5.4.3.1 Multiples observés sur des transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2011 sur des sociétés appartenant au secteur du luxe dans lequel évolue CHRISTIAN DIOR COUTURE. Comme indiqué au §5.2.3, nous avons retenu des multiples fondés sur l'EBITDA et le chiffre d'affaires.

Nous avons identifié les transactions suivantes, intervenues depuis mai 2011, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- Acquisition de BALMAIN par MAYHOOLA annoncée en juin 2016. BALMAIN est une maison de couture française fondée en 1946 à Paris par Pierre Balmain. BALMAIN propose une gamme de produits diversifiés : Mode et Maroquinerie, Accessoires, Prêt-à-porter, Souliers ainsi que Parfums. La marque est connue aussi bien en France qu'à l'international où elle bénéficie d'une solide renommée dans l'univers du luxe absolu.
- Acquisition de VERSACE par BLACKSTONE annoncée en février 2014. Fondé en 1978 par Gianni Versace, Santo Versace et Donatella Versace, GIANNI VERSACE SPA est une maison de luxe italienne. Celle-ci propose une gamme de produits variés : Maroquinerie, Accessoires, Prêt-à-porter, Parfums, Montres & Joailleries, Souliers, etc. Sa ligne *Versace Atelier* lancée en 2012 lui a permis de retrouver l'appellation très réglementée de Haute Couture.
- Acquisition de LORO PIANA par LVMH annoncée en juillet 2013. LORO PIANA est le numéro un mondial du cashemire, et propose une gamme de produits diversifiés : Maroquinerie, Accessoires, Prêt-à-porter et Souliers.
- Acquisition de VALENTINO par MAYHOOLA annoncée en juillet 2012. VALENTINO est une maison de couture italienne, créée à Rome en 1960 par Giancarlo Giammetti et Valentino Garavani. Grâce à un important réseau de boutiques en ligne et de showrooms, Valentino bénéficie d'une solide renommée en Italie et à l'international. Ses principales activités sont : Mode et Maroquinerie, Accessoires, Prêt-à-porter, Souliers et Parfums.
- Acquisition de MONCLER S.P.A par EURAZEO, annoncée en juin 2011. Fondée en 1952, MONCLER S.P.A. est une entreprise italienne d'origine française, aujourd'hui basée à Padoue, en Italie. Celle-ci s'occupe du design, de la production et de la vente de ses produits qui s'articulent autour des familles suivantes : Prêt-à-porter, Mode et Maroquinerie et Accessoires. On compte parmi ses collections les plus connues la Gamme Rouge, la Gamme Bleu et la collection Grenoble. Au 31 décembre 2016, celle-ci possédait 190 boutiques en propre et 42 *shops-in-shop*, et est aussi active via ses boutiques en ligne.
- Acquisition de JIMMY CHOO par LABELUX GROUP, annoncée en mai 2011. Fondée en 1996 et basée à Londres, JIMMY CHOO PLC fabrique et vend une large gamme de produits : Mode et Maroquinerie, Prêt-à-porter, Accessoires, Souliers, Parfums. La compagnie opère via différents canaux de distribution : vente au détail, vente en gros et autres segments. Au 31 décembre 2016, JIMMY CHOO PLC dispose de 150 boutiques en propre, mais opère aussi via des franchises ainsi qu'au travers un réseau de boutiques en ligne.

Nous devons relever que chacune de ces transactions concerne une société ou une situation particulière, ce qui conduit à considérer le recours à des multiples de transactions comme une méthode secondaire, car aucune des sociétés de cet échantillon n'est véritablement comparable à CHRISTIAN DIOR COUTURE.

Les multiples de transactions obtenus se présentent comme suit :

CDC - Multiples de transactions comparables

Date	Cible	Acquéreur	VE (m€)	Marge d'EBITDA	Multiples induits	
					CA	EBITDA
juin-16	Balmain	Mayhoola	485	26,6 %	3,99x	15,00x
févr-14	Versace	Blackstone	NC	NC	NC	NC
juil-13	Loro Piana	LVMH	2.685	20,0 %	4,12x	19,20x
juil-12	Valentino	Mayhoola	700	6,9 %	2,17x	31,53x
juin-11	Moncler	Eurazeo	1.200	23,8 %	2,80x	11,75x
mai-11	Jimmy Choo	Labelux Group	611	22,8 %	3,57x	15,60x
Moyenne					3,33x	18,62x
Médiane					3,57x	15,60x

Sources : Société, CIQ, Epsilon

Outre la limite sur le recours à cette méthode, il convient d'observer la situation propre à certaines sociétés et en particulier VALENTINO, dont la taille n'est pas comparable et dont la performance financière est très en deçà de celle de ses pairs. Le multiple extériorisé par la transaction est donc biaisé. En conséquence, nous retiendrons la médiane de l'échantillon. Il est utile d'observer également que ces multiples extériorisent des primes de contrôle, car certaines acquisitions pouvaient refléter des synergies significatives. Il n'est pas anticipé de nouvelles synergies dans le cas de l'acquisition de CHRISTIAN DIOR COUTURE.

5.4.3.2 Agrégats de référence de la Société

Nous avons retenu le chiffre d'affaires et l'EBITDA ajusté 2016.

Par ailleurs, par souci de cohérence entre les différentes méthodes de valorisations mises en œuvre, nous avons réintégré la valeur de Ginza, calculée en « stand alone » par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, dans la valeur d'entreprise.

5.4.3.3 Valorisation selon les transactions comparables

En appliquant les multiples médians observés sur les transactions identifiées au chiffre d'affaires et à l'EBITDA ajusté 2016, la valeur d'entreprise de CHRISTIAN DIOR COUTURE ressort entre **6.240m€** et **7.135m€**.

5.5 Synthèse des valeurs de la société GRANDVILLE

Comme indiqué précédemment (cf. §5), la valeur des titres de la société GRANDVILLE correspond à la valeur d'entreprise de CHRISTIAN DIOR COUTURE, diminuée de la dette financière nette de CHRISTIAN DIOR COUTURE, et augmentée des autres actifs et passifs de GRANDVILLE.

La valeur des titres de la société GRANDVILLE est ainsi résumée dans le tableau suivant :

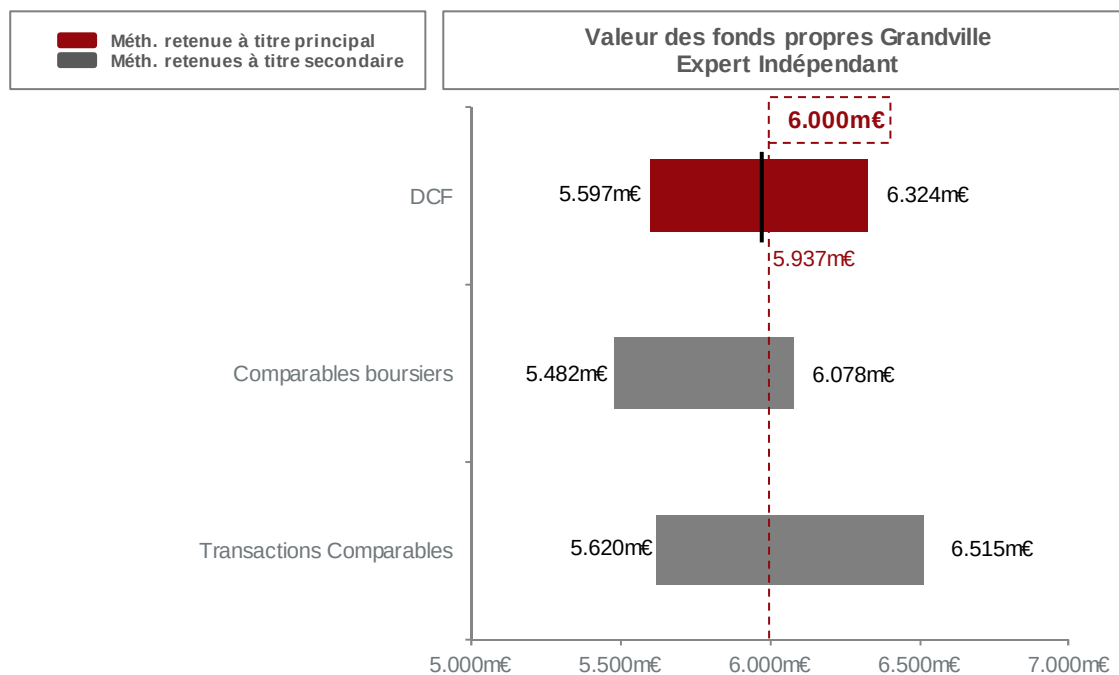
Détermination de la valeur des titres Grandville							
m€	DCF			Comparables boursiers		Transactions comparables	
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
VE de Christian Dior Couture	6.217	6.557	6.943	6.101	6.698	6.240	7.135
Dette financière nette Christian Dior Couture	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)
Autres actifs et passifs de Grandville	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Total ajustements	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)	(620)
Valeur des titres Grandville	5.597	5.937	6.324	5.482	6.078	5.620	6.515

Ces fourchettes de valeurs sont présentées ci-dessous.

6 Synthèse et conclusion

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Ainsi, à l'issue de nos travaux, le prix de cession des actions GRANDVILLE de 6 milliards d'euros se positionne de la manière suivante par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :





6.2 Conclusion

Le prix de transaction de 6 milliards d'euros se situe :

- à un niveau proche du milieu de fourchette du DCF, critère selon nous essentiel, car il recèle une ambition de croissance et d'amélioration de la performance financière consécutives aux investissements importants réalisés récemment, et reflète ainsi la pleine valeur du groupe. On doit relever que le plan d'affaires n'intègre pas d'aléa particulier, tant d'effets de cycle que d'exécution, tandis que sa mise en œuvre ne conduira pas à constater de synergies significatives nouvelles ;
- dans la fourchette des autres critères de comparables, mis en œuvre à titre de recoupement.

Dans ces conditions, nous considérons que ce prix est équitable pour CHRISTIAN DIOR, et les autres modalités de la transaction n'appellent pas de remarque de notre part.

Fait à Paris, le 22 mai 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexe unique

Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Opération
mai-15	JC Decaux	JC Decaux	Goldman Sachs	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-15	Henri Maire	Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire Développement	Aurel BGC	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables

4 - Appréciation du contexte de l'opération :

- Echanges avec le management de CHRISTIAN DIOR COUTURE
- Echanges avec la banque conseil de CHRISTIAN DIOR (ROTHSCHILD & CIE) pour la cession de la branche CHRISTIAN DIOR COUTURE
- Echanges avec les Banques Présentatrices de l'Offre

5 - Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, en particulier :

- Projet de SPA du 22 mai 2017, dans sa version de signature

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la société et du groupe acquis

8 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode des flux futurs actualisés (DCF)

9 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers
- Transactions comparables

11 - Obtention de deux lettres d'affirmation : une d'un représentant de Christian Dior Couture, et une d'un représentant de LVMH

13 - Revue indépendante

14 - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude :

24 avril 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le conseil d'administration de CHRISTIAN DIOR
4 mai 2017	Réunion de travail avec CHRISTIAN DIOR et ROTHSCHILD & CIE, banque conseil de CHRISTIAN DIOR, notamment sur des aspects business de l'entreprise et sur le rapport de valorisation de ROTHSCHILD & CIE pour CHRISTIAN DIOR COUTURE
9 mai 2017	Conférence téléphonique avec CHRISTIAN DIOR COUTURE et ROTHSCHILD & CIE, sur les aspects fiscaux de l'évaluation de l'entreprise notamment, et questions complémentaires sur le rapport de valorisation de la banque
10 mai 2017	Réunion avec le DFA de CHRISTIAN DIOR (Pierre DEHEN) et ROTHSCHILD & CIE BANQUE, sur le rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR par les Banques Présentatrices
11 mai 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR, sur l'avancement des travaux
15 mai 2017	Réunion de travail avec les Banques Présentatrices et la direction de CHRISTIAN DIOR (F. OLLIVIER et P. DEHEN) sur le projet de note d'information
16 mai 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR, sur l'avancement des travaux
16 mai 2017	Réunion avec ROTHSCHILD & CIE, conseil de CHRISTIAN DIOR pour la Cession, LAZARD (banque conseil de LVMH) et le cabinet LEDOUBLE (Expert Indépendant désigné par LVMH)
19 et 22 mai 2017	Revue indépendante
22 mai 2017	Obtention des lettres d'affirmation
22 mai 2017	Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil d'Administration de CHRISTIAN DIOR.

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

CHRISTIAN DIOR :

- Monsieur Florian OLLIVIER, Directeur Financier
- Monsieur Pierre DEHEN, Directeur Financier Adjoint

Comité ad'hoc de CHRISTIAN DIOR :

- Monsieur Christian de LABRIFFE, Administrateur et Président du Comité d'audit de la performance de CHRISTIAN DIOR
- Madame Hélène DESMARAIS, Administrateur de CHRISTIAN DIOR
- Monsieur Renaud DONNEDIEU de VABRES, Administrateur de CHRISTIAN DIOR et Membre du Comité d'audit de la performance

CHRISTIAN DIOR COUTURE :

- Monsieur Hien TRAN TRUNG, Directeur Financier
- Monsieur Olivier GIRARDON, Directeur du contrôle de gestion
- Madame Caroline BAHL, Directeur comptable
- Madame Bénédicte FOUCAULT, Directrice fiscale
- Madame Olivia-Leslie LOUBIERE, Chef de projet planification stratégique

ROTHSCHILD & CIE (Conseil financier de Christian Dior pour la Cession)

- Monsieur Grégoire HEUZE, Associé-Gérant
- Monsieur Charles MUSSAT, Associé-Gérant
- Madame Noémie VILLEROY, Directeur
- Monsieur Emmanuel GUILLEMET, Directeur
- Monsieur Louis GANSER, Directeur Adjoint
- Monsieur Oussama LEMSYEH, Associate
- Monsieur Simon EDERY, Analyste
- Monsieur Maxime DOLFI, Analyste

Avocat de SEMYRHAMIS / CHRISTIAN DIOR, BREDIN PRAT

- Monsieur Benjamin KANOVITCH, Avocat
- Monsieur Emmanuel MASSET, Avocat
- Monsieur Adrien SIMON, Avocat
- Monsieur Alexandre MICHEL, Avocat

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société :

- Coral – Management Présentation – mars 2017 ;
- Etats financiers consolidés 2016 ;
- Trajectoire à 2020 de CHRISTIAN DIOR COUTURE (21 mars 2017, ré-édité le 30 mars 2017)
- Revue du plan (THE BOSTON CONSULTING GROUP – 27 mars 2017) ;
- Rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR COUTURE du 24 avril 2017 (ROTHSCHILD & CIE) ;
- Rapport d'évaluation de CHRISTIAN DIOR du 22 mai 2017 (Banques Présentatrices) ;
- Organigramme du périmètre cédé ;
- Commentaires sur le premier trimestre 2017 ;
- Expertises immobilières des principaux flagships.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (Associé) et Olivier COURAU (Associé), ont été assistés d'Adeline BURNAND (Senior Manager), Jean-Bernard ROMANIK (Manager), Cyril COULANGE (Superviseur), Maxime SZALAVECZ (Assistant expérimenté) et Andrés TAFUR (Assistant expérimenté).

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, associé du cabinet.