

ADVOLIS
représentée par Hugues de NORAY
13, avenue de l'opéra – 75001 PARIS
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

FIDELIANCE AUDIT
représentée par Jean-Luc FLABEAU
78, rue Paul Jozon – 77300 FONTAINEBLEAU
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

TIKEHAU CAPITAL
Société en commandite par actions au capital de 1.233.596.976 €
RCS de Paris 477 599 104
32, rue de Monceau
75008 Paris

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA VALEUR DES APPORTS**

**Apport des actions TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT
à la société TIKEHAU CAPITAL par [REDACTED]**

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA VALEUR DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES**

PAR [REDACTED] A LA SOCIETE TIKEHAU CAPITAL

Projet de Traité d'apport du 11 décembre 2017

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Paris, en date du 22 novembre 2017, dans le cadre de l'opération d'apport d'une partie des titres de la société Tikehau Investment Management, par [REDACTED] (l'apporteur), à la société Tikehau Capital (la société bénéficiaire), nous vous présentons notre rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L 225-147 du Code de commerce.

La valeur des apports a été arrêtée dans le projet de Traité d'apport signé par les représentants des parties concernées en date du 11 décembre 2017. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire, augmentée de la prime d'émission et, d'autre part à apprécier les avantages particuliers stipulés. Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Par ailleurs, notre mission de commissaire aux apports a été étendue, à votre demande, à l'émission d'une opinion sur la rémunération de l'apport faisant l'objet d'un rapport distinct.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévu par la loi.

Enfin, vous êtes également appelés à approuver les apports à Tikehau Capital d'actions de préférence détenues par sept autres actionnaires salariés de la société Tikehau Investment Management ainsi que leur rémunération respective. Ces opérations concomitantes ont donné lieu de notre part à l'émission de rapports distincts sur la valeur des apports et leur rémunération. Réalisées dans un contexte similaire et selon les mêmes modalités, ces opérations sont juridiquement autonomes.

Nous vous prions de trouver ci-après nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports
3. Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Les apports visés par le présent rapport ont fait l'objet d'un projet de Traité d'apport signé le 11 décembre 2017. La description des apports et la présentation de leur valorisation, telles qu'elles sont effectuées ci-après de manière substantielle et simplifiée, ne sauraient se substituer à la définition exhaustive de ces éléments qui figurent dans le projet de Traité d'apport.

1.1. Contexte et motivation de l'opération

Au terme d'une opération de réorganisation du capital réalisée en décembre 2016, le capital de la société Tikehau Investment Management est détenu à 96,67% par la société Tikehau Capital, tête du groupe Tikehau. Le solde du capital est détenu par plusieurs personnes physiques parmi lesquelles figure l'apporteur.

L'introduction en bourse de Tikehau Capital, en mars 2017, crée des conditions nouvelles d'accès à une liquidité de marché pour les actionnaires de la société tête du groupe.

L'opération envisagée consiste en un apport de titres Tikehau Investment Management réalisé par [REDACTED] à la société Tikehau Capital. Elle vise à offrir à l'apporteur des perspectives plus claires sur une liquidité de ses titres, en lui permettant de détenir directement des titres de la société tête du groupe.

1.2. Présentation des participants à l'opération d'apport

1.2.1. Société bénéficiaire

La société Tikehau Capital est une société en commandite par actions dont le siège social est situé au 32 rue de Monceau, à Paris (75008). La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 477 599 104.

Au terme de l'augmentation de capital réalisée le 26 juillet 2017, et à la date du présent rapport, son capital social s'élève à 1.233.596.976 €, divisé en 102.799.478 actions de 12 € de valeur nominale, entièrement libérées et de même catégorie.

Les actions de Tikehau Capital sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Code ISIN FR0013230612).

Tikehau Capital est la société de tête du groupe Tikehau Capital.

Selon les statuts, Tikehau Capital a principalement pour objet la prise de participation directe ou indirecte, la réalisation d'investissements dans le domaine de l'immobilier ainsi que dans les petites et moyennes entreprises, la gestion, l'administration et la cession ou liquidation, dans les meilleures conditions, de ces participations.

Tikehau Capital détient 96,67% du capital de Tikehau Investment Management, le solde du capital étant détenu par les salariés de la société (3,33%).

1.2.2. Apporteur

L'apporteur, personne physique, est [REDACTED]

[REDACTED] demeurant [REDACTED]

1.2.3. Titres objets de l'apport

La société Tikehau Investment Management est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 32 rue de Monceau, à Paris (75008). La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 491 909 446.

Son capital social s'élève à 2.528.900 €, divisé en 25.289 actions de 100 € de valeur nominale, entièrement libérées et réparties en deux catégories : 24.397 actions de catégorie A et 892 actions de préférence de catégorie B. Les actions de catégorie B bénéficient des mêmes droits pécuniaires que ceux attachés aux actions ordinaires de catégorie A mais sont dépourvues de droit de vote.

Selon ses statuts, Tikehau Investment Management a principalement pour objet la réalisation d'études, la prestation de services et la fourniture de conseils dans le domaine des investissements, notamment en instruments financiers et autres placements financiers. Tikehau Investment Management exerce son activité de société de gestion de portefeuille dans le cadre de l'agrément n° GP-07000006 reçu de l'AMF en 2007.

1.2.4. Liens entre l'apporteur et la société bénéficiaire

Le projet de Traité d'apport ne fait état d'aucun lien entre l'apporteur et la société bénéficiaire.

1.3. Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport est placé sous le régime de droit commun des apports en nature purs et simples tel que définis par les dispositions de l'article L.225-14 du Code de commerce.

Conformément aux dispositions du Code général des impôts, l'apport est effectué à titre pur et simple et donnera lieu au paiement du droit fixe prévu à l'article 810- I du Code général des impôts.

1.3.2 Conditions suspensives

Aux termes de l'article 3 du projet de Traité, l'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes :

- la réception par la société bénéficiaire des rapports des commissaires aux apports d'une part sur la valeur des apports et d'autre part sur leur rémunération ;
- l'approbation par la Gérance de la société bénéficiaire de l'apport, de son évaluation et de sa rémunération et la réalisation de l'augmentation de capital devant en résulter ;
- la signature par l'apporteur d'un engagement de conservation d'une durée de 24 mois portant sur une fraction des actions de la société bénéficiaire reçues par lui en rémunération de l'apport.

La date de réalisation de l'apport est fixée à la date la plus tardive entre le 4 janvier 2018 et la date de levée de la dernière des conditions suspensives.

Les conditions suspensives devront être réalisées au plus tard le 31 janvier 2018. A défaut, le Traité d'apport sera considéré comme caduc.

1.3.3 Rémunération de l'apport

En rémunération des apports, l'apporteur recevra 73.603 actions ordinaires de la société bénéficiaire d'une valeur nominale de 12 euros.

La différence entre :

- la valeur d'apport estimée des titres apportés, soit 1.619.280,00 €
- et la valeur nominale des actions à créer à titre d'augmentation de capital par la société Tikehau Capital, soit 883.236,00 €

constituera une prime d'apport d'un montant de 736.030,00 €, qui sera inscrite au passif du bilan de Tikehau Capital et sur laquelle porteront les droits de tous les actionnaires anciens et nouveaux.

Les actions nouvelles émises seront attribuées à l'apporteur après renonciation expresse de celui-ci à la fraction d'action formant rompu en application de la parité retenue, soit 130 actions Tikehau Investment Management pour 73.603 actions nouvelles de Tikehau Capital.

Cette rémunération a été déterminée en fonction du rapport entre la valeur réelle des apports effectués, soit une valeur unitaire de 12.456 € par action Tikehau Investment Management apportée, et la valeur unitaire de l'action de la société bénéficiaire Tikehau Capital, fixée à 22 € d'après la valeur retenue lors de l'augmentation de capital réalisée le 26 juillet 2017 et de l'observation de différentes moyennes du cours de bourse à la date du 8 décembre 2017.

L'apporteur souscrit, à la date du projet de Traité d'apport, un engagement de conservation pendant 24 mois d'une fraction des actions Tikehau Capital qu'il recevra en rémunération de ses apports.

1.4. Présentation des apports

1.4.1 Méthodologie d'évaluation retenue

S'agissant d'apports de titres, la valeur réelle des apports est appréciée à la date de réalisation de l'opération à partir d'une valeur convenue de 12.456 € par action Tikehau Investment Management. Cette valeur est fondée sur celle retenue pour l'augmentation de capital réalisée le 21 décembre 2016 en rémunération des apports des actions Tikehau Investment Management - par ses actionnaires hors salariés - à Tikehau Capital.

1.4.2 Description des apports

L'apporteur fait apport à Tikehau Capital de 130 actions de préférence de catégorie B, représentant 0,51% du capital de Tikehau Investment Management.

Le montant total de l'apport s'élève à 1.619.280,00 €.

2. DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. Diligences mises en œuvre

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Tikehau Capital sur l'absence de surévaluation de l'apport effectué par l'apporteur de titres Tikehau Investment Management. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable aux opérations.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date prévue pour l'approbation des apports par la Gérance de Tikehau Capital.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative relative à la mission de Commissariat aux apports pour :

- vérifier le bien-fondé et la correcte application de la méthode retenue pour déterminer la valeur de l'apport ;
- contrôler la réalité de l'apport ;
- apprécier la valeur de l'apport considéré dans son ensemble.

En particulier nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance de l'opération d'apport envisagée au moyen d'entretiens avec des représentants et des conseils de l'apporteur et de la société bénéficiaire tant pour comprendre le contexte dans lequel elle se situe que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- examen de la documentation mise à notre disposition, et notamment le projet de Traité d'apport ;
- contrôle de la réalité des apports et appréciation de la libre disponibilité des titres apportés ;
- revue des éléments financiers historiques des sociétés Tikehau Investment Management et Tikehau Capital pour leur dernier exercice clos, ainsi que les comptes établis semestriellement au 30 juin 2017. Cette revue a été complétée par la prise de connaissance des conclusions des rapports et attestations des commissaires aux comptes respectifs, qui ne font état d'aucune réserve ;
- lecture des procès-verbaux des assemblées générales et des conseils d'administration des sociétés parties prenantes à l'opération ;
- prise de connaissance et analyse des éléments de valorisation des titres selon différentes approches, telles qu'elles sont détaillées dans les rapports d'experts qui ont apprécié la valeur de Tikehau Investment Management dans le cadre d'opérations récentes sur le capital de la société :
 - (i) rapport du cabinet mandaté par Tikehau Investment Management pour réaliser une revue critique de la valeur retenue dans le cadre de l'augmentation de capital intervenue le 3 novembre 2016 ;
 - (ii) rapport du commissaire aux apports sur la valeur des apports de 74,1% des titres de Tikehau Investment Management à la société Tikehau Capital le 21 décembre 2016 ;
 - (iii) évaluation réalisée début 2017 par les banques présentatrices et ayant fait l'objet d'une expertise indépendante dans le contexte de l'introduction en bourse des actions de Tikehau Capital.
- identification et appréciation d'éventuels impacts sur la valeur de Tikehau Investment Management des événements significatifs intervenus depuis l'introduction en bourse de Tikehau Capital ;
- mise en œuvre de travaux complémentaires de valorisation des titres apportés par référence aux différentes méthodes d'évaluation couramment utilisées, complétée par une analyse de sensibilité des résultats obtenus.

Enfin, nous avons vérifié :

- la détention et à la libre disponibilité, à ce jour, des titres de la société Tikehau Investment Management représentatifs des apports ;
- jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de fait ou d'événement susceptible de remettre en cause la valeur des apports.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de Tikehau Investment Management et de Tikehau Capital confirmant notamment les éléments significatifs utilisés dans le cadre de nos travaux et plus particulièrement l'absence de cession des titres apportés depuis l'émission de l'attestation du porteur des titres communiquée au cours de nos travaux.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable

Nous considérons que le fait de retenir comme valeur d'apport la valeur réelle répond aux exigences de l'article 321-3 du PCG dans le cadre d'un apport d'actifs isolés qui relève des règles de valorisation des échanges.

2.3. Réalité de l'apport

Les travaux réalisés ont confirmé, pour l'apporteur, l'existence et la propriété des actions de préférence Tikehau Investment Management qui font l'objet de l'apport.

Nous n'avons pas eu connaissance d'engagements limitant la disponibilité du patrimoine apporté.

2.4. Appréciation de la valeur des apports

Au terme du projet de Traité d'apport, la valeur des titres apportés est fixée d'un commun accord entre les parties par référence à la valeur unitaire de l'opération d'apport de 74,1% d'actions ordinaires et d'actions de préférence de la société Tikehau Investment Management à la société Tikehau Capital, réalisée le 21 décembre 2016.

Cette valeur faisait elle-même référence à celle retenue lors de l'augmentation de capital de Tikehau Investment Management, d'un montant de 15 M€, intervenue le 3 novembre 2016, soit une valorisation totale de la société, post-opération, de 315 M€. Un évaluateur indépendant s'était prononcé sur le niveau de cette valorisation en s'appuyant sur une méthode multicritère fondée principalement sur une approche d'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et des dividendes (DDM), ainsi que sur une approche par application de multiples d'Ebitda et d'actifs sous gestion observés pour un échantillon de sociétés cotées comparables.

a) Appréciation de la méthode retenue pour l'évaluation des apports

L'approche ainsi retenue par les parties nous paraît appropriée. Elle fait référence à une valeur retenue dans deux transactions récentes sur le capital, dont l'une d'entre elle a été réalisée avec des tiers.

Nous avons constaté que la méthodologie mise en place pour déterminer la valeur de l'augmentation de capital de novembre 2016 s'appuie, conformément à la bonne pratique, sur une approche multicritères. Le choix de l'actualisation de flux de trésorerie futurs et la référence à des comparables boursiers sont adaptés à l'activité de Tikehau Investment Management : en effet, la création de valeur de la société de gestion résulte principalement de l'accumulation des commissions perçues sur les actifs gérés et sur la performance

observée. Il convient d'ailleurs de noter que la valeur attachée aux clauses de « carried interest » a fait l'objet d'une évaluation distincte et adaptée au regard des conditions de leur application.

La reprise de cette valeur dans le cadre de l'apport de 74,1% des titres de Tikehau Investment Management à Tikehau Capital, en décembre 2016, a été confortée par les travaux d'introduction en bourse de Tikehau Capital. Ainsi, en janvier 2017, des travaux de valorisation du groupe Tikehau ont porté notamment sur le périmètre d'activité de Tikehau Investment Management : d'une part, les banques présentatrices ont retenu la valeur de 315 M€ pour 100% des titres à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 192 M€ et 340 M€. D'autre part, l'expert indépendant a conclu à une valeur de 334,9 M€, au sein d'un intervalle de 219,9 M€ à 334,9 M€. Ces différents travaux se sont appuyés sur des approches multicritères retenant le prix des transactions récentes sur le capital, l'actualisation des flux futurs de trésorerie et l'application de multiples issus d'échantillons de sociétés comparables. Seul l'expert indépendant a fait référence à des transactions comparables, à titre indicatif.

Si ces différents travaux d'évaluation mettent en évidence des modalités d'application différentes, ils confirment la pertinence du choix des méthodes retenues.

Nous n'avons pas identifié d'approche alternative de valorisation. En particulier, nous n'avons pas identifié de transactions récentes suffisamment comparables pour être retenues.

En conclusion, à travers la référence à une transaction récente sur le capital, la méthodologie appliquée repose sur une approche multicritère qui a fait l'objet d'une validation par des experts à l'occasion de trois opérations distinctes : une augmentation de capital de Tikehau Investment Management en novembre 2016, un apport de titres Tikehau Investment Management en décembre 2016 et la valorisation d'une activité dans le cadre de l'introduction en bourse de Tikehau Capital.

b) Appréciation de la valeur des apports

Les opérations intervenues sur le capital de la société sont récentes et constituent des références pertinentes de valeur dès lors qu'aucun événement majeur n'a remis en cause les hypothèses de développement qui les sous-tendent. En outre, les opérations historiques ont porté à la fois sur des actions ordinaires et des actions de préférence, sans distinction de valeur. En effet, les actions de préférence disposent des mêmes droits pécuniaires que les actions ordinaires.

Nous nous sommes assurés que le plan d'affaires établi en septembre 2016 n'a pas été modifié et continue de servir de référence pour la Direction de la société Tikehau Investment Management. Ce plan d'affaires a été utilisé pour déterminer la valeur de Tikehau Investment Management lors de l'augmentation de capital de novembre 2016 puis lors des travaux des différents experts qui ont conforté la valeur de la société à un niveau supérieur à 315 M€.

La performance de l'exercice 2017 n'est pas de nature à remettre en cause les objectifs du plan d'affaires. Le groupe a confirmé son objectif visant à atteindre 13 Mds d'euros d'actifs sous gestion à fin 2017. En ce qui concerne Tikehau Investment Management, sur la base des informations communiquées, notre estimation de prévision d'actifs sous gestion au 31 décembre 2017 fait apparaître un léger décalage par rapport au plan d'affaires, ce décalage étant peu significatif au regard des montants attendus sur l'horizon du plan d'affaires dont le profil est celui d'une activité en développement.

C'est pourquoi nous avons également observé que les approches de valorisation fondées sur des multiples appliqués à la situation actuelle du groupe extériorisent les valeurs les plus basses.

La prise en compte du risque de non réalisation du plan d'affaires a été appréhendée par les experts à travers différentes techniques : augmentation du taux d'actualisation, élaboration d'un scénario alternatif, extension de l'horizon explicite du plan d'affaires, et tableaux de sensibilité. Les conclusions de ces travaux n'ont pas remis en cause la valeur de référence de 315 M€ pour la totalité des titres de la société Tikehau Investment Management.

Dans le cadre de notre appréciation de la valeur, nous avons réalisé une actualisation des principales approches d'évaluation : actualisation des flux futurs de trésorerie, application de multiples d'EBITDA et d'actifs sous gestion issus d'un échantillon de sociétés cotées comparables. Ces travaux nous ont conduit notamment à déterminer un taux d'actualisation dans le contexte de marché actuel, à tenir compte des niveaux d'actifs sous gestion les plus récents et à intégrer l'impact positif des évolutions attendues du taux d'impôt sur les sociétés à horizon 2020. Les résultats de ces travaux et l'analyse de leur sensibilité ne remettent pas en cause la valeur des apports.

Nous avons également noté que les sept opérations concomitantes d'apport d'actions de Tikehau Investment Management sont réalisées par d'autres actionnaires personnes physiques par application d'un contrat d'apport similaire. En particulier, les valeurs unitaires sont identiques pour les actions de catégorie B de Tikehau Investment Management et les actions Tikehau Capital. Enfin, une opération en cours de substitution des plans d'attribution d'actions gratuites de Tikehau Investment Management vers Tikehau Capital est envisagée sur la base d'une valeur identique à celle retenue pour la présente opération d'apport. Ces transactions confortent ainsi la valeur d'apport.

A l'issue de ces travaux, nous avons pu nous assurer que la valeur des titres Tikehau Investment Management était au moins égale à celle proposée dans le Traité d'apport.

3. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 1.619.280,00 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital social de la société bénéficiaire de l'apport majorée de la prime d'émission.

Fait à Paris et Fontainebleau, le 20 décembre 2017

Les commissaires aux apports,

ADVOLIS

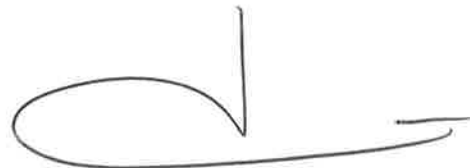


Hugues de Noray

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie régionale de Paris

FIDELIANCE



Jean-Luc Flabeau

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie régionale de Paris