



**FINEXSI**  
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

---

**TK** **TIKEHAU**  
CAPITAL

## Attestation d'équité

**Sur la rémunération des apports de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER et de TIKEHAU CAPITAL ADVISORS à TIKEHAU CAPITAL 1<sup>er</sup>**

**1er juin 2021**



## SOMMAIRE

<b>1. Contexte de l'opération .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Déclaration d'indépendance .....</b>	<b>7</b>
<b>3. Diligences effectuées .....</b>	<b>8</b>
<b>4. Présentation du secteur et des activités de TIKEHAU CAPITAL.....</b>	<b>10</b>
4.1 Présentation du marché.....	10
4.1.1 Evolution des encours sous gestion .....	11
4.1.2 Typologie des actifs sous gestion.....	13
4.2 Les actifs alternatifs .....	14
4.2.1 Dette privée.....	14
4.2.2 Capital-investissement ( <i>private equity</i> ).....	14
4.2.3 Actifs réels.....	15
4.3 Présentation de TIKEHAU CAPITAL (TC).....	17
4.3.1 Activité de TIKEHAU CAPITAL.....	17
4.3.2 Actionnariat .....	19
4.3.3 Organigramme au 31 décembre 2020.....	20
4.3.4 Etats financiers synthétiques de TIKEHAU CAPITAL .....	21
4.3.5 Matrice SWOT.....	24
4.4 Présentation de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER (TCGP) .....	25
4.4.1 Compte de résultat synthétique de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER ....	25
4.5 Présentation de TIKEHAU CAPITAL ADVISORS (TCA).....	26
4.5.1 Actif net apporté par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS .....	26
<b>5. Détermination des valeurs relatives des actions des sociétés TIKEHAU CAPITAL, TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER et de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS .....</b>	<b>27</b>
5.1 Méthodes d'évaluation écartées .....	27
5.1.1 Actif net comptable consolidé .....	27
5.1.2 Actif net comptable réévalué .....	27
5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	28
5.1.4 Transactions comparables.....	28
5.1.5 Objectifs de cours de bourse des analystes.....	28
5.1.6 Cours de bourse .....	29



5.1.7	Valeur liquidative.....	30
5.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	30
5.2.1	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ou DCF), à titre principal.....	30
5.2.2	Approches analogiques fondées sur les multiples de sociétés cotées, à titre secondaire.....	31
5.3	Données de référence de la société TIKEHAU CAPITAL.....	31
5.3.1	Nombre de titres retenu.....	31
5.3.2	Dettes financières nettes.....	32
5.4	Données de référence de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS.....	33
5.5	Données de référence de la société TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER.....	33
5.5.1	Dettes financières nettes.....	33
5.6	Détermination des valeurs relatives de TIKEHAU CAPITAL, de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS et de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER.....	34
5.6.1	Actualisation des flux de trésorerie (à titre principal).....	34
5.6.2	Méthodes des comparables boursiers (retenue à titre secondaire).....	41
5.7	Synthèse des rémunérations issues de la comparaison des valeurs relatives.....	47
<b>6.</b>	<b>Conséquences de l'Opération pour les actionnaires de TIKEHAU CAPITAL....</b>	<b>48</b>
6.1	Analyse des conséquences financières.....	48
6.1.1	Analyse de la relation / dilution du résultat distribuable par action.....	48
6.1.2	Incidence sur la politique de distribution.....	49
6.2	Conséquences non-financières.....	49
<b>7.</b>	<b>Accords connexes.....</b>	<b>50</b>
<b>8.</b>	<b>Synthèse de nos travaux et conclusion sur le caractère équitable de la rémunération proposée.....</b>	<b>51</b>



## 1. Contexte de l'opération

Il résulte des projets de traité d'apport partiel d'actif et de fusion-absorption les éléments essentiels suivants :

Le Groupe TIKEHAU CAPITAL envisage une simplification de son organisation, afin d'en simplifier la gouvernance et d'assurer une meilleure lisibilité des flux financiers.

Dans ce cadre, il est envisagé la réalisation concomitante de :

- l'apport des fonctions *Corporate* centrales logées au sein de l'entité TIKEHAU CAPITAL ADVISORS (ci-après « TCA ») à TIKEHAU CAPITAL (ci-après « l'Apport »), qui permettrait d'internaliser les fonctions *Corporate* centrales de sorte que TIKEHAU CAPITAL (ci-après « TC ») rassemblerait l'intégralité des moyens lui permettant (ainsi que ses filiales) de fonctionner ;
- la Fusion-absorption (ci-après « la Fusion ») de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER (ci-après « TCGP ») par TC qui permettrait une simplification de la structure et des flux.

Ce projet serait mis en œuvre via la réalisation des opérations suivantes :

- La désignation d'un nouvel associé commandité via la constitution d'une nouvelle société (TIKEHAU CAPITAL COMMANDITE), filiale à 100% de TCA, qui serait nommée associé commandité de TC, en remplacement de TCGP ;
- La nomination de deux sociétés respectivement détenues à 100% par AF&Co et MCH, les deux holdings des fondateurs de TC, en qualité de gérants, en remplacement de TCGP ;
- La Fusion-absorption de TCGP par TC sur la base d'un rapport d'échange déterminé à partir des valeurs réelles des deux sociétés. Les droits de commandité détenus par TCGP, transmis à TC du fait de la fusion, seraient ainsi annulés ;
- L'Apport des fonctions *Corporate* centrales par TCA à TC, l'activité apportée constituant une branche complète d'activité au regard des dispositions de l'article 210B du CGI.

Ainsi, à l'issue de ces opérations (ci-après globalement désignée l'« Opération ») :

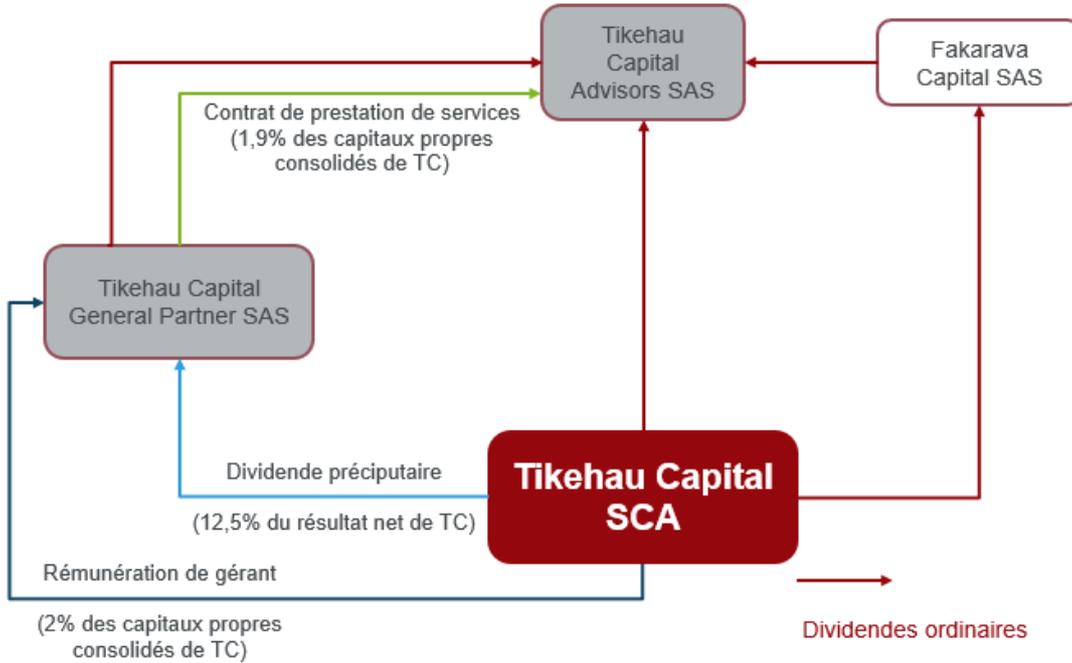
- TIKEHAU CAPITAL COMMANDITE serait le seul associé commandité de TC et percevrait un dividende précipitaire statutaire égal à 1% du résultat net social de TC, en substitution du dividende précipitaire actuellement perçu par TCGP égal à 12,5% du résultat net social de TC, soit une diminution nette des dividendes précipitaires de 11,5% ;
- Les gérants percevraient chacun une rémunération de 1,265 M€ par an, en lieu et place de la rémunération de gérant versée par TC à TCGP, actuellement fixée dans les statuts à 2% des capitaux propres consolidés de TC ;
- Les fonctions *Corporate* centrales seraient internalisées au niveau de TC, qui en supporterait désormais le coût. Sur la base des comptes et performances 2020, la modification de la rémunération de la gérance nette des coûts transférés représenterait une économie d'environ 40 M€ pour TC.

La valeur de l'actif net apporté par TCGP et TCA, calculé par les parties sur la base de leur valeur réelle s'élève de manière globale à 1 150,5 M€ et conduirait à la création de 39 M d'actions TC nouvelles en rémunération des apports.

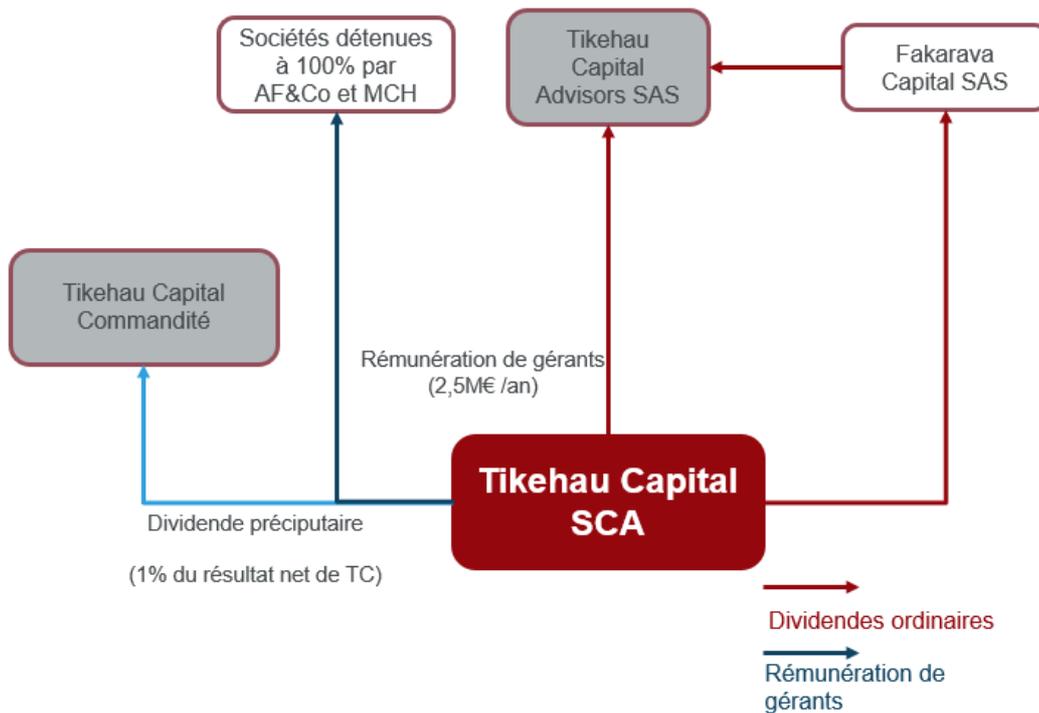


Nous présentons ci-après les flux financiers entre les parties prenantes avant opérations et après opérations :

**Flux financiers entre les parties prenantes avant opérations**



**Flux financiers entre les parties prenantes après opérations**





Dans ce contexte, le 7 avril 2021, le Conseil de surveillance de TC, sur recommandation du Comité Ad Hoc constitué dans le cadre de l'Opération a désigné le cabinet FINEXSI en qualité d'expert indépendant afin de se prononcer sur le caractère équitable, pour l'actionnaire de TC, de la rémunération proposée pour l'Apport et la Fusion, qui la conduiront à émettre globalement 39 M d'actions nouvelles. Cette désignation est intervenue dans le cadre de la désignation volontaire d'un expert indépendant en raison de potentiels conflits d'intérêts que l'Opération est susceptible de générer entre les parties.

Dans ce cadre, notre mission vise à apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée du point de vue de l'actionnaire de TC, en contrepartie des apports de TCGP et TCA à savoir 39 M actions nouvelles TC.

L'Apport et la Fusion s'inscrivant dans le cadre d'une réorganisation globale, ils sont liés et indissociables. Notre appréciation porte donc sur les conséquences globales de l'Opération pour l'actionnaire de TC.



## 2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 et n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- 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 ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son règlement général ;
- Conformément au Règlement général de l'AMF, nous n'avons pas effectué de mission dans les 18 derniers mois.



### 3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Concernant la détermination des valeurs relatives, nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'Opération envisagée, ainsi que ses modalités ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés pour les différentes activités de TC susceptibles d'affecter sa valorisation, ainsi que pour les actifs et activités apportés par TCA et TCGP ;
- Analyser l'information publique incluant la revue des notes d'analystes pour TC ;
- Prendre connaissance des dispositions statutaires fixant la rémunération de TCGP et de la convention de prestation de services entre TCA et TCGP ;
- Prendre connaissance de l'activité de TCGP et de TCA, et analyser les flux financiers existants avec TC ;
- Analyser la performance financière historique et le plan d'affaires de TC avec le management opérationnel, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Analyser les plans d'affaires de TCA et TCGP qui découlent de celui de TC et apprécier leur caractère homogène ;
- Prendre connaissance de la revue du plan d'affaires de TC réalisée par un cabinet de conseil financier ;
- Prendre connaissance des travaux d'évaluation préparés par les banques conseils de TC ;
- Mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritère visant à fixer des valeurs relatives de manière homogène pour chaque société ou branche apportée et procéder à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation.

Sur cette base, nous avons examiné le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes issues de notre propre approche multicritère (cf. paragraphe 5.7).

En complément, nous avons analysé les conséquences de l'Opération pour l'actionnaire de TC, en distinguant les conséquences financières mesurables et celles qui ne l'étaient pas.

Nous avons enfin examiné les accords et opérations connexes afin d'apprécier si ceux-ci sont de nature à remettre en cause notre appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée.

Sur la base de ces travaux, nous avons établi le présent rapport sous forme d'une attestation d'équité portant sur le caractère équitable des rapports d'échanges proposés.



Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) transmises ou publiées par TC, TCGP et TCA au titre des derniers exercices clos. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

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 des sociétés parties à l'Opération, tant pour appréhender le contexte de celle-ci que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de chaque société, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

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

Nous avons tenu des réunions avec le Comité Ad Hoc de TC en charge de la supervision de nos travaux.



## 4. Présentation du secteur et des activités de TIKEHAU CAPITAL

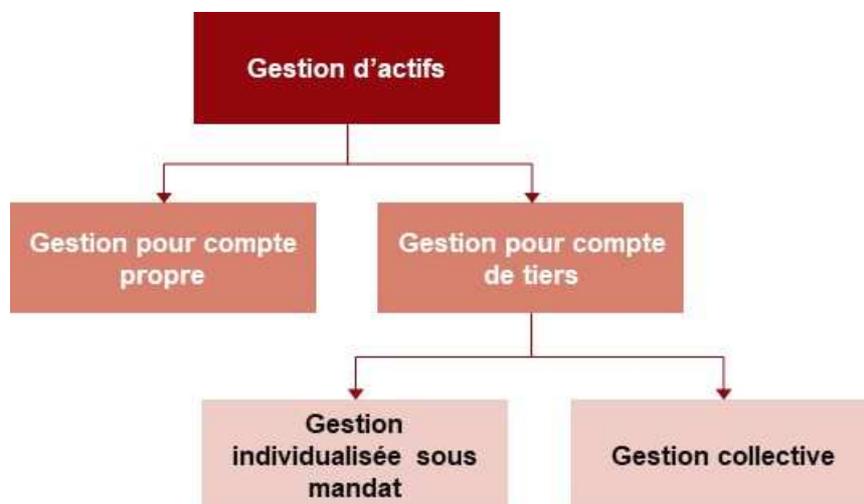
Nous présenterons dans un premier temps le marché des sociétés de gestion d'actifs, ainsi que l'évolution du marché des actifs alternatifs, puis dans un second temps, nous présenterons les sociétés TC, TCGP et TCA.

La présentation qui suit résulte notamment du rapport de l'AMF de 2021 sur les « chiffres clés 2019 de la gestion d'actifs », de l'étude réalisée par le BOSTON CONSULTING GROUP, « Global Asset Management » de 2020 ainsi que du document d'enregistrement universel de TC pour l'exercice 2020.

### 4.1 Présentation du marché

On dénombre plusieurs profils de sociétés de gestion : des sociétés entrepreneuriales qui développent des stratégies de niche ou techniques, des sociétés de gestion filiales d'établissements bancaires, de compagnies d'assurance ou de mutuelles spécialisées dans la gestion de mandat, des sociétés filiales de prestataires de services d'investissements ou encore des sociétés de droit public.

Les différents modes d'exercice de la gestion d'actifs peuvent se résumer au travers du schéma suivant :



Source : Association française de la gestion financière

La gestion d'actifs peut être exercée soit :

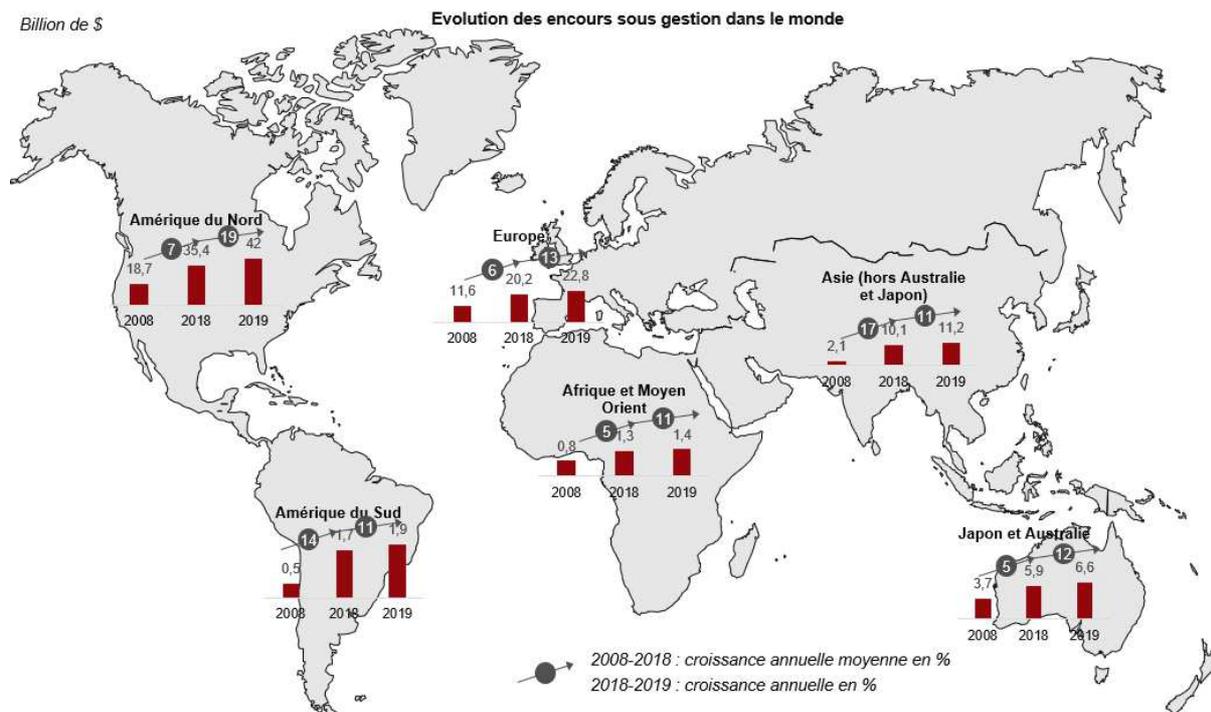
- Pour compte propre dans l'objectif de rentabiliser les avoirs détenus en propre par une institution ou une entreprise ;
- Pour compte de tiers, c'est-à-dire par délégation de l'investisseur auprès d'un intermédiaire financier (généralement une société de gestion).



La gestion pour compte de tiers se compose :

- de la gestion individualisée sous mandat pour le compte d'investisseurs (particuliers, entreprises ou investisseurs institutionnels) ;
- de la gestion collective par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif (OPC).

#### 4.1.1 Evolution des encours sous gestion

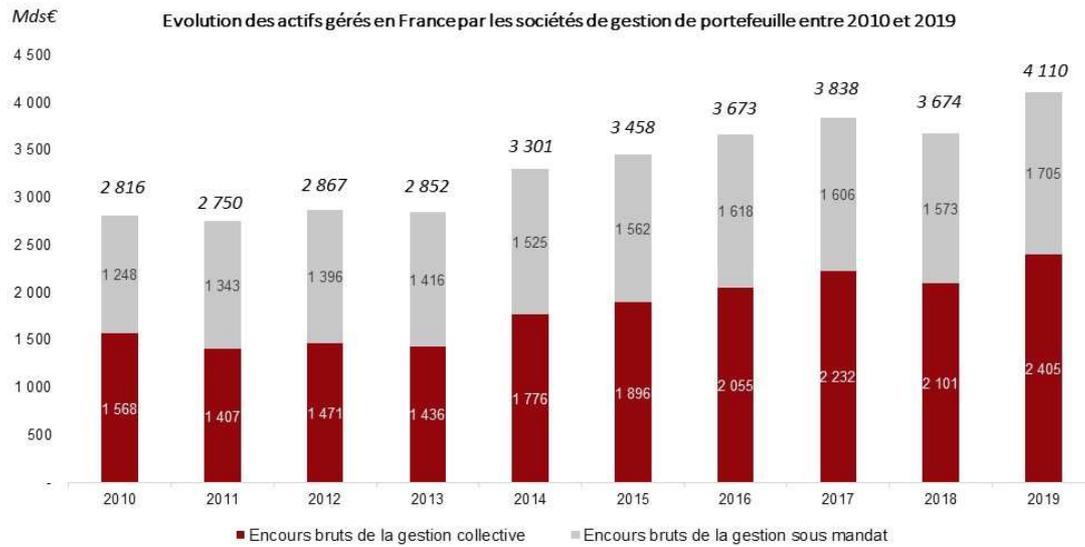


Source : BCG – Global Asset Management 2020

En 2019, le total des actifs sous gestion a connu une croissance à deux chiffres par rapport à 2018 dans presque toutes les régions du monde grâce à une forte performance des marchés financiers et à l'augmentation des flux de collecte nette. Pour autant, la concurrence accrue entre les gestionnaires a eu pour effet de réduire les frais de gestion perçus par ces derniers, ce qui a globalement entraîné une légère dégradation de la rentabilité du secteur malgré la croissance des actifs sous gestion.

L'Europe représente la deuxième zone d'investissement la plus importante au monde avec un total d'actifs sous gestion de 22.800 milliards de dollars à fin 2019, derrière l'Amérique du Nord avec 42.000 milliards de dollars d'actifs sous gestion.

En France, le total d'actifs sous gestion représentait 4.110 Mds€ en 2019, en hausse de 11,9% par rapport à 2018. La majeure partie des actifs sous gestion était détenue par les institutionnels, qui représentaient environ 81% du total en 2019.



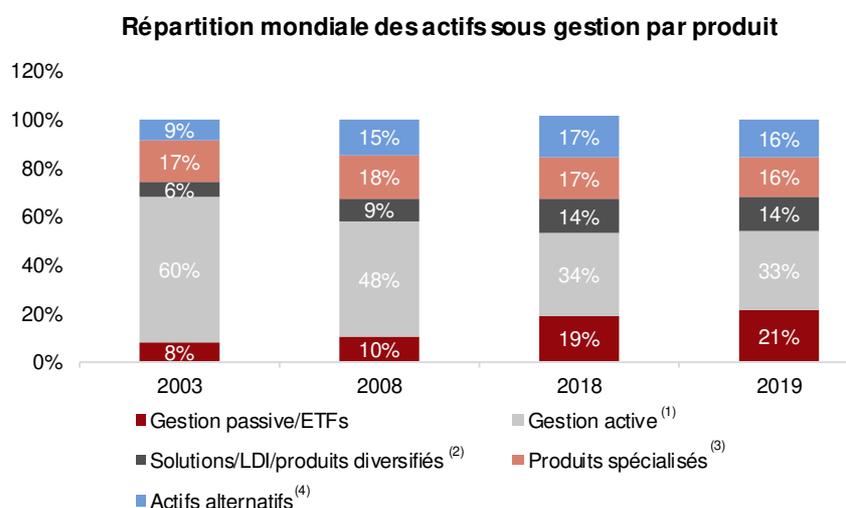
Source : AMF – Chiffres clés 2019 de la gestion d'actifs

Cette augmentation des actifs sous gestion en France est portée à la fois par la hausse des encours bruts de la gestion collective (+14,5% par rapport à 2018) et par la hausse des encours bruts de la gestion sous mandat (+8,4% par rapport à 2018).



## 4.1.2 Typologie des actifs sous gestion

La typologie et la répartition des actifs sous gestion se présentent comme suit :



<sup>(1)</sup> Comprend les actions de grande capitalisation domestiques à gestion active, les obligations gouvernementales à gestion active, les produits de gestion de trésorerie et les produits structurés.

<sup>(2)</sup> Comprend les produits de performance absolue "target date", d'allocation d'actifs, flexible, de revenus, de volatilité, LDI, ainsi que les produits diversifiés et équilibrés traditionnels.

<sup>(3)</sup> Comprend les produits actions spécialisés (actions non domestiques, globales, marchés émergents, petites et moyennes capitalisations et sectorielles) et les produits obligataires spécialisés (crédit, marchés émergents, taux globaux, haut rendement et obligations convertibles)

<sup>(4)</sup> Comprend les fonds alternatifs, le capital-investissement, l'immobilier, les infrastructures et les fonds de matières premières.

Source : BCG – Global Asset Management 2020

Il ressort que depuis 2003, les actifs traditionnels (gestion active) perdent régulièrement des parts de marché (leur poids dans l'ensemble des actifs sous gestion étant passé de 60% à 33% entre 2003 et 2019), au profit de la gestion passive qui a pour sa part été soutenue par les bonnes performances des marchés actions sur lesquels la plupart des fonds de gestion passive investissent. Fin 2019, cette catégorie représentait 21% des actifs sous gestion au niveau mondial contre seulement 8% en 2003.

Les classes d'actifs alternatifs ont également fait preuve d'un certain dynamisme puisqu'elles représentaient, fin 2019, 16% de l'ensemble des actifs sous gestion, contre 9% à fin 2003.

Cette tendance favorable pour les gestionnaires d'actifs devrait se poursuivre dans les années à venir puisque les encours globaux sous gestion pourraient atteindre 106.000 milliards de dollars à l'horizon 2024 selon l'étude BCG « Global asset Management » 2020. L'Amérique du Nord et l'Europe resteront les zones les plus dynamiques, même si les autres régions du monde sont également attendues en croissance.



## 4.2 Les actifs alternatifs

Contrairement à la gestion traditionnelle, la gestion alternative vise un objectif de performance absolue et non relative à un indice. Les investissements ne suivent donc pas l'orientation du marché et sont directement exposés à la performance du gestionnaire.

La hausse de l'investissement alternatif au cours des dernières années s'explique principalement par un environnement macroéconomique favorable qui se traduit par des taux d'intérêt historiquement bas qui incitent les investisseurs à se tourner vers des classes d'actifs proposant des rendements plus élevés.

En parallèle, la mise en place des nouvelles réglementations en matière de transparence et de contrôle (directives MIFID II, OPCVM, AIFM...) a également incité les acteurs de la gestion d'actifs à se diversifier vers des actifs non traditionnels ayant un niveau de rendement attendu supérieur, permettant de compenser la hausse des coûts réglementaires.

Dans ce contexte favorable, la croissance des actifs alternatifs devrait se poursuivre pour atteindre 17.000 milliards de dollars à l'horizon 2024 (contre 16.000 milliards de dollars en 2019).

Par ailleurs, même si les actifs alternatifs ne représentaient que 16% des actifs sous gestion en 2019, ils représentaient 46% du chiffre d'affaires généré (137.000 milliards de dollars en 2019) pour les gestionnaires d'actifs.

Nous présentons ci-après les principales classes des actifs alternatifs que sont la dette privée, le capital investissement, et les actifs réels.

### 4.2.1 Dette privée

Depuis la fin des années 1990, la dette privée s'illustre par sa relative stabilité en termes de rendement notamment par rapport aux marchés actions et dettes, et ce indépendamment des cycles de marché.

L'attractivité de cette classe d'actif s'est développée sous l'effet (i) d'une régulation accrue du secteur bancaire qui a permis à des intervenants non bancaires d'émerger et d'endosser un rôle plus large dans le financement de l'économie et (ii) d'une recherche de rendement de la part des investisseurs, dans un contexte de faible attractivité des « produits de dette » classiques en termes de rendement ou de profils de risque.

Dans le contexte de la crise sanitaire liée à la Covid-19, les fonds de dette privée ont joué un rôle majeur en soutenant les entreprises qu'ils accompagnent, notamment en répondant favorablement aux demandes de report de paiement d'intérêts ou de révision de certaines conditions.

### 4.2.2 Capital-investissement (*private equity*)

Ce secteur d'activité a été fortement impacté par la crise sanitaire puisqu'en 2020, le nombre de transactions a chuté d'environ 24% au niveau mondial par rapport à 2019.



Les secteurs du commerce de détail, de la consommation, des médias et du divertissement ont été les plus impactés par la crise alors que les secteurs des technologies et des télécommunications ont globalement bien résisté, avec un nombre de transactions proche de la moyenne des cinq dernières années.

En France, les acteurs du capital-investissement ont joué un rôle majeur dans l'accompagnement des entreprises durant la crise sanitaire en participant au renforcement de leurs fonds propres.

Au niveau mondial, les performances historiques réalisées par le capital investissement ont été largement supérieures à celles des marchés actions, raison pour laquelle cette catégorie est celle qui a connu la plus forte croissance au sein des actifs alternatifs ces dernières années.

### 4.2.3 Actifs réels

Les actifs réels sont composés de la classe d'actifs « immobilier » et « infrastructures ».

#### 4.2.3.1 Immobilier

Les actifs immobiliers constituent la part la plus importante des actifs gérés par les gestionnaires alternatifs, puisqu'ils représentaient 35% des actifs sous gestion du top 100 des gestionnaires en 2017.



Source: Willis Towers Watson, Global Alternatives, 2017

La classe d'actifs « immobilier » a été fortement impactée par la crise sanitaire. Au cours du premier semestre 2020, le montant des transactions en Europe s'élevait à environ 23 Mds€, contre 82 Mds€ pour l'ensemble de l'année 2019. Le Benelux et le Royaume-Uni ont connu les plus fortes baisses en Europe.

Malgré la crise à laquelle est confrontée cette classe d'actifs, les actifs industriels et logistiques continuent de susciter un solide intérêt de la part des investisseurs, notamment grâce à l'augmentation des achats en ligne au cours de l'année 2020, nécessitant davantage d'espace d'entreposage.

Le différentiel de rendement par rapport aux obligations d'Etat a joué un rôle important dans l'investissement immobilier au cours des dernières années puisqu'il a conduit à une augmentation des volumes de transactions et à une augmentation de la valeur des actifs.



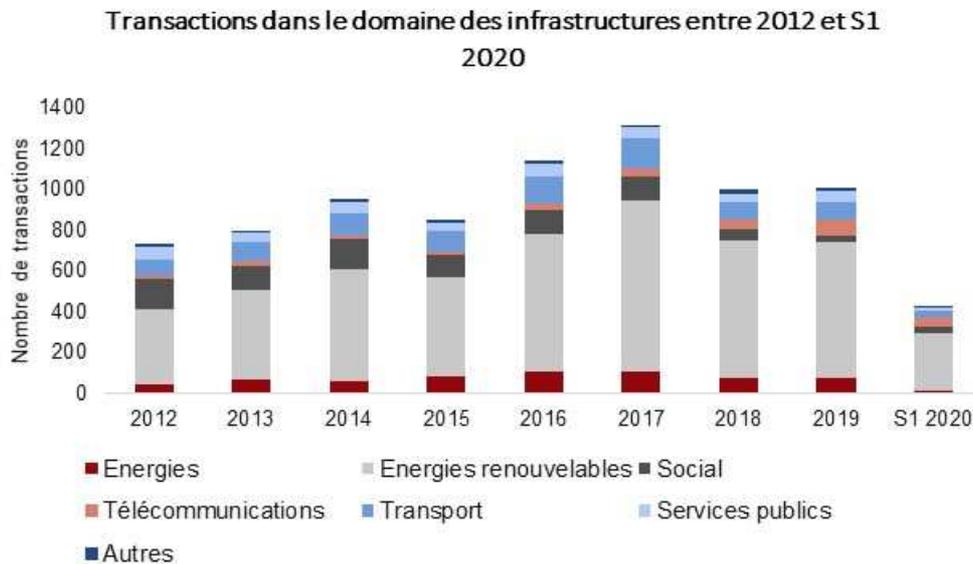
### 4.2.3.2 Infrastructures

Avec un besoin de près de 4.000 milliards de dollars d'investissements annuels d'ici 2035 pour soutenir la croissance, le secteur des infrastructures présente des opportunités pour les capitaux privés.

Cette classe d'actifs offre une faible volatilité et des rendements réguliers et attractifs.

Le rythme des levées de fonds concernant cette classe d'actifs a considérablement ralenti en Europe, avec seulement 9 Mds€ au premier semestre 2020, ce qui représente moins du quart du montant levé en 2019 (40 Mds€).

Au premier semestre 2020, les transactions dans le domaine des infrastructures ont principalement été portées par le secteur des énergies renouvelables, qui a représenté à lui seul 67 % des transactions :



Source : Prequin markets in focus : alternative assets in Europe 2020

La décarbonisation du bilan énergétique des pays de l'Union Européenne et la transition vers un rôle accru des énergies renouvelables représentent une opportunité d'investissement en Europe.

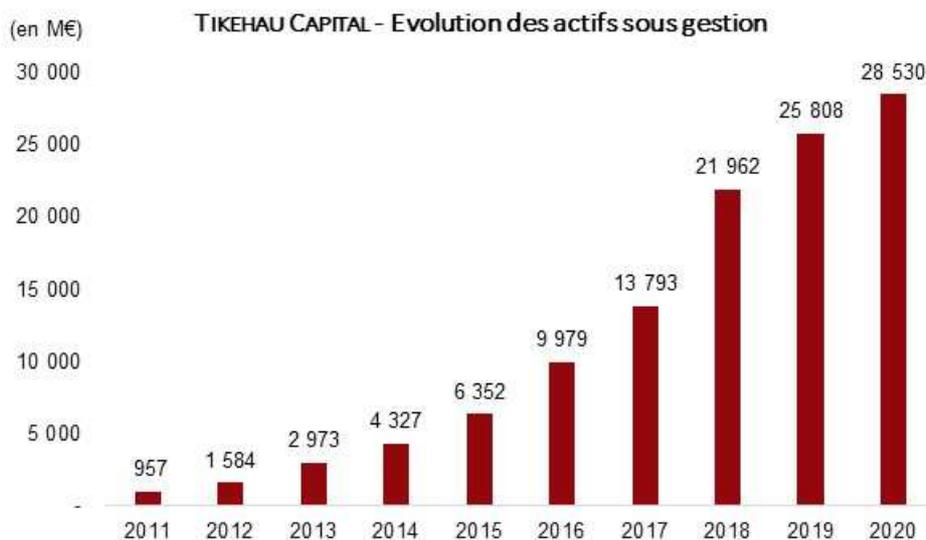


### 4.3 Présentation de TIKEHAU CAPITAL (TC)

TC est une société de gestion d'actifs alternatifs et d'investissement, fondée en 2004, et dont les activités sont destinées à une clientèle d'investisseurs privés et institutionnels.

Le Groupe a connu une forte croissance depuis sa création puisqu'il gère 28,5 Mds€ d'actifs au 31 décembre 2020 et a été introduit en bourse sur le marché réglementé Euronext le 7 mars 2017.

L'évolution des actifs sous gestion de TC depuis 2011 se présente comme suit :



Source : Document d'enregistrement universel de TIKEHAU CAPITAL au 31/12/2020

#### 4.3.1 Activité de TIKEHAU CAPITAL

TC est organisé autour de 4 lignes de métier :

- La dette privée dont TC est le pionnier en France. TC structure, finance et participe à des opérations de financement comprises entre 10 M€ et 300 M€, notamment dans la dette senior et *stretched senior*, le financement unitranche, la dette *mezzanine* et le *preferred equity*. Cette ligne de métier intègre également les activités de titrisation dédiées aux CLO (Collateralized Loan Obligations). Les actifs sous gestion pour l'activité de dette privée s'élevaient à 9,3 Mds€ au 31 décembre 2020 ;
- Les actifs réels dont les activités incluent :
  - o Les fonds gérés par TIKEHAU IM, ciblant prioritairement l'immobilier commercial, notamment les opérations de *sale & lease back* impliquant des contreparties de qualité, qui offrent potentiellement des rendements élevés et des gains en capital importants à la revente ;



- IREIT GLOBAL, société cotée à Singapour dans laquelle TC détient une participation de 29,20%, et dont la stratégie vise à investir, directement ou indirectement, dans un portefeuille immobilier européen générateur de revenus, axé prioritairement sur les bureaux, les actifs industriels et commerciaux, ainsi que sur les actifs liés à l'immobilier ;
- SOFIDY, qui conçoit et développe des produits d'investissement et d'épargne orientés principalement vers l'immobilier de commerces et de bureaux ;
- STAR AMERICA INFRASTRUCTURE PARTNERS, gestionnaire et développeur d'actifs d'infrastructure basé aux États-Unis, dont les activités se concentrent sur l'Amérique du Nord.

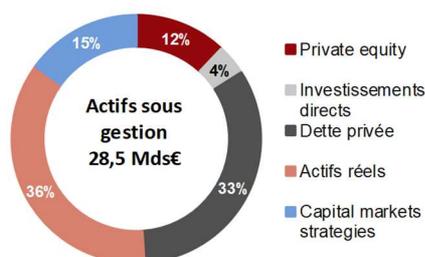
Les encours sous gestion pour cette ligne de métier étaient de 10,3 Mds€ au 31 décembre 2020.

- Les *Capital Markets Strategies* se composent de la gestion obligataire, de la gestion diversifiée et d'actions. Ces stratégies sont déployées par le biais de fonds ouverts, dans lesquels les investisseurs peuvent procéder à des investissements ou demander le rachat de leurs parts à tout moment. Les actifs sous gestion pour l'activité de *Capital Markets Strategies* atteignaient 4,2 Mds€ au 31 décembre 2020.
- L'investissement en capital (ou *private equity*) : cette activité consiste à investir en capital (en actions et instruments hybrides donnant accès au capital) dans des entreprises cotées ou non cotées. Les encours sous gestion s'élevaient à 4,7 Mds€ au 31/12/2020, dont 3,5 Mds€ pour l'activité de gestion d'actifs pour compte de tiers et 1,2 Mds€ au titre des investissements pour compte propre réalisés par le groupe.

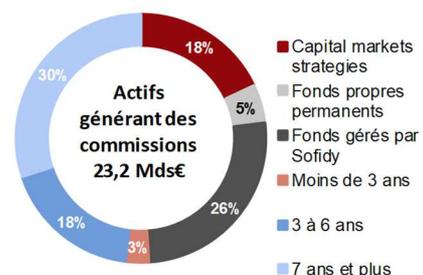
L'activité de TC peut être décomposée en deux activités présentant des modèles économiques distincts : d'une part, une activité de société de gestion percevant des commissions sur les actifs gérés et, d'autre part, une activité d'investissement pour compte propre visant à dégager des revenus de portefeuille et des plus-values de cession, avec comme cible qu'entre 65% et 75% du portefeuille soit investi dans des fonds gérés par TC.

Dans ce contexte, TC met en œuvre une politique d'investissement de ses ressources propres dans les différentes stratégies du Groupe, créant ainsi les conditions d'un alignement d'intérêts clair entre le bilan du Groupe et les investissements réalisés par ses clients-investisseurs.

La répartition des actifs sous gestion du Groupe ainsi que des actifs sous gestion générant des commissions au 31 décembre 2020 est présentée ci-après :



Source : Document d'enregistrement universel de TIKEHAU CAPITAL au 31/12/2020



Source : Document d'enregistrement universel de TIKEHAU CAPITAL au 31/12/2020



Les principales opérations réalisées par le Groupe en 2020 sont les suivantes :

- Acquisition de 100% du capital de STAR AMERICA INFRASTRUCTURE PARTNERS LLC, société de gestion américaine active dans le secteur du développement et de la gestion de projets d'infrastructures de taille moyenne en Amérique du Nord ;
- Renforcement de la participation dans IREIT GLOBAL ayant pour effet de porter sa participation de 16,64% à 29,20% au 31 décembre 2020.

#### 4.3.2 Actionnariat

Au 31 décembre 2020, l'actionnariat de TC se présente comme suit :

<b>Actionnariat de Tikehau Capital au 31/12/2020</b>	
<b>Actionnaires</b>	<b>% du capital</b>
Sociétés contrôlées par AF&Co et MCH et le management <sup>1</sup>	44,3 %
MACSF Epargne retraite	9,0 %
Crédit Mutuel Arkéa	3,8 %
Neuflyze Vie	1,7 %
<b>Sous-total pacte d'actionnaires</b>	<b>58,8 %</b>
Fonds stratégique de participations	8,9 %
Esta Investments	4,1 %
FFP Invest	2,3 %
MS Capital Partners Adviser	0,7 %
Autres actionnaires institutionnels et flottant <sup>2</sup>	25,3 %
<b>Total</b>	<b>100,0 %</b>

<sup>1</sup> Tikehau Capital Advisors, Fakarava et les salariés, Makemo Capital et Tikehau Employee Fund 2018

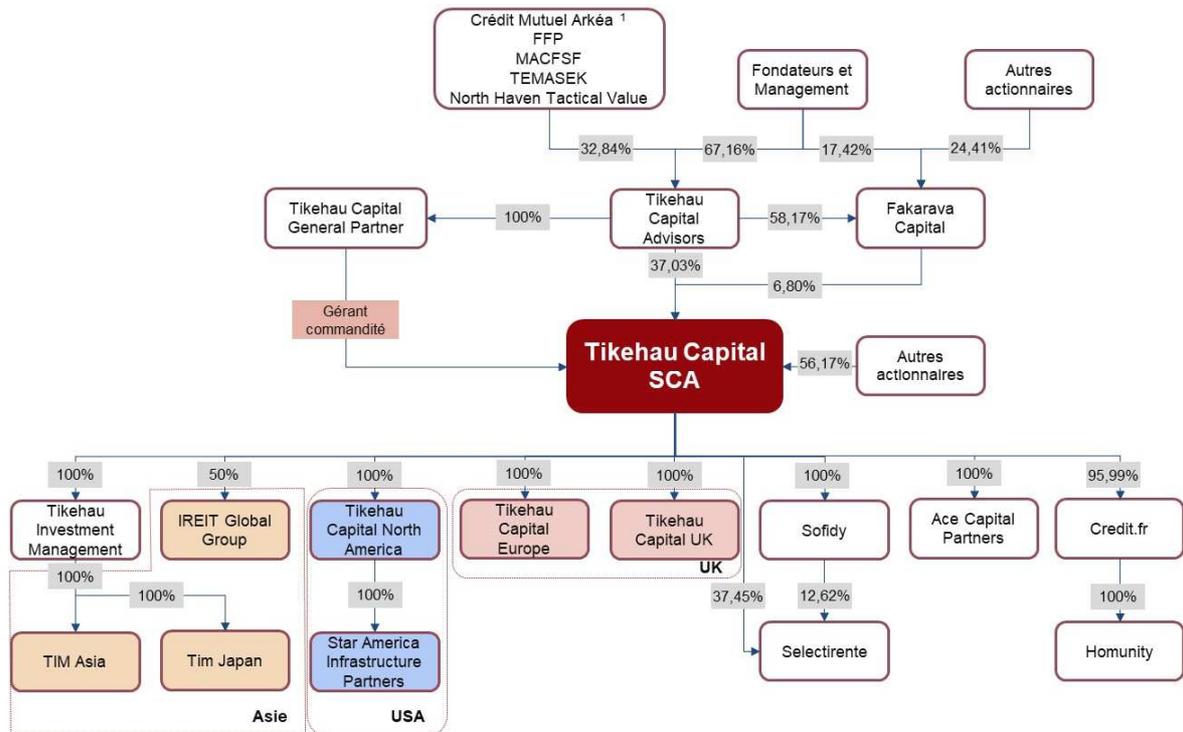
<sup>2</sup> En ce compris CARAC (3,2 %), MACIF (2,5 %) et SURAVENIR (2,0 %)

Source : Document d'enregistrement universel de TIKEHAU CAPITAL au 31/12/2020



### 4.3.3 Organigramme au 31 décembre 2020

Au 31 décembre 2020, l'organigramme du groupe était le suivant :



<sup>1</sup> Le 15 mars 2021, CREDIT MUTUEL ARKEA a cédé l'intégralité de sa participation DANS TIKEHAU CAPITAL ADVISORS à une holding contrôlée par les fondateurs et le management de TIKEHAU CAPITAL aux côtés de Financière Agache.

Source : Document d'enregistrement universel de TIKEHAU CAPITAL au 31/12/2020



#### 4.3.4 Etats financiers synthétiques de TIKEHAU CAPITAL

Les états financiers consolidés des exercices 2019 et 2020, tels que présentés dans le document d'enregistrement universel 2020 sont reproduits ci-dessous. Ces comptes ont été certifiés sans réserve par les Commissaires aux comptes :

<b>Tikehau Capital - Bilan Consolidé</b>				
<b>K€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>Var</b>	<b>Var.%</b>
<b>Actif</b>				
Immobilisations incorporelles et corporelles	580 058	535 046	45 012	8 %
Portefeuille d'investissement non courant	2 203 631	2 210 181	(6 550)	(0)%
Titres mis en équivalence	7 499	9 261	(1 762)	(19)%
Impôt différé actif	82 606	25 921	56 685	219 %
Autres actifs non courant	3 724	3 901	(177)	(5)%
<b>Actifs non courants</b>	<b>2 877 519</b>	<b>2 784 309</b>	<b>93 210</b>	<b>3 %</b>
Créances clients et comptes rattachés	64 844	59 877	4 967	8 %
Autres créances et actifs financiers	24 866	64 730	(39 864)	(62)%
Portefeuille d'investissement courant	303 966	125 087	178 879	143 %
Actifs financiers de gestion de trésorerie	76 203	131 806	(55 603)	(42)%
Trésorerie et équivalents de trésorerie	671 052	1 175 429	(504 377)	(43)%
<b>Actifs non courants</b>	<b>1 140 931</b>	<b>1 556 930</b>	<b>(415 999)</b>	<b>(27)%</b>
<b>Total actifs</b>	<b>4 018 449</b>	<b>4 341 239</b>	<b>(322 790)</b>	<b>(7)%</b>
<b>Passif</b>				
<b>Capitaux propres</b>	<b>2 803 756</b>	<b>3 145 603</b>	<b>(341 847)</b>	<b>(11)%</b>
Provisions non courantes	1 432	2 390	(958)	(40)%
Emprunts et dettes financières non courantes	997 491	993 338	4 153	0 %
Impôt différé passif	54 700	60 370	(5 670)	(9)%
Instruments financiers dérivés non courants	467	12 896	(12 429)	(96)%
Autres passifs non courants	23 918	26 507	(2 589)	(10)%
<b>Passifs non courants</b>	<b>1 078 008</b>	<b>1 095 501</b>	<b>(17 493)</b>	<b>(2)%</b>
Emprunts et dettes financières courantes	1 048	3 851	(2 803)	(73)%
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	46 551	34 469	12 082	35 %
Dettes fiscales et sociales	45 008	39 373	5 635	14 %
Autres dettes	44 078	22 443	21 635	96 %
<b>Passifs courants</b>	<b>136 685</b>	<b>100 135</b>	<b>36 550</b>	<b>37 %</b>
<b>Total passifs</b>	<b>4 018 449</b>	<b>4 341 239</b>	<b>(322 790)</b>	<b>(7)%</b>

Le portefeuille d'investissement non courant est constitué de co-investissements dans des véhicules commercialisés et d'investissements directs propres.

Les variations du portefeuille d'investissement non courant s'expliquent par :

- Des acquisitions de titres pour 426,5 M€ (principalement EURAZEO pour 50,1 M€, IREIT GLOBAL pour 55,8 M€, des investissements dans des fonds gérés par le Groupe pour 272,1 M€ et des titres en capital pour 48 M€) ;
- Des cessions et remboursements pour (377,1) M€ (principalement DWS pour -168,4 M€, des désinvestissements et remboursements dans des fonds gérés par le Groupe pour -164,5 M€ et dans des titres en capital pour -42,1 M€) ;
- Des variations des créances pour (2,6) M€ ;
- Des variations de juste valeur pour (53,3) M€.



L'augmentation des impôts différés actifs s'explique essentiellement par l'augmentation des déficits reportables pour 53,7 M€.

La diminution des autres créances et actifs financiers s'explique principalement par la baisse des actifs financiers pour 40 M€, correspondant à des revenus du portefeuille comptabilisés en résultat mais non encore encaissés.

L'augmentation du portefeuille d'investissement courant s'explique par :

- Des acquisitions de titres pour 563,1 M€ ;
- Des cessions et remboursements pour (425) M€ ;
- Des variations de juste valeur pour 40,8 M€.

La diminution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie pour (504,4) M€ s'explique essentiellement par :

- Des flux de trésorerie opérationnels négatifs à hauteur de (444,4 M€) dont (384,2) M€ de flux de trésorerie relatifs au portefeuille d'instruments dérivés ;
- Des flux de trésorerie liés aux opérations de financement pour (59,3) M€.

<b>Tikehau Capital - Compte de résultat Consolidé</b>				
<b>K€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>Var</b>	<b>Var.%</b>
<b>Revenus nets des sociétés de gestion</b>	<b>204 827</b>	<b>174 753</b>	<b>30 074</b>	<b>17 %</b>
Variation de juste valeur	(12 306)	188 787	(201 093)	(107)%
Autres revenus du portefeuille	97 219	89 048	8 171	9 %
<b>Revenus du portefeuille</b>	<b>84 914</b>	<b>277 835</b>	<b>(192 921)</b>	<b>(69)%</b>
Revenus du portefeuille d'instruments dérivés	(286 489)	-	(286 489)	-
Charges opérationnelles	(230 696)	(200 113)	(30 583)	15 %
<b>Résultat des activités de gestion d'actifs et d'investissement avant quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence</b>	<b>(227 444)</b>	<b>252 476</b>	<b>(479 920)</b>	<b>(190)%</b>
Quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence	(1 245)	(239)	(1 006)	421 %
<b>Résultat des activités de gestion d'actifs et d'investissement après quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence</b>	<b>(228 690)</b>	<b>252 237</b>	<b>(480 927)</b>	<b>(191)%</b>
Résultat financier	(36 060)	(33 336)	(2 724)	8 %
Impôt sur les bénéfices	58 630	(39 666)	98 296	(248)%
<b>Résultat net</b>	<b>(206 120)</b>	<b>179 235</b>	<b>(385 355)</b>	<b>(215)%</b>
Intérêts ne conférant pas le contrôle	481	550	(69)	(13)%
<b>Résultat net, part du Groupe</b>	<b>(206 601)</b>	<b>178 685</b>	<b>(385 286)</b>	<b>(216)%</b>



### Tikehau Capital - Principaux agrégats du compte de résultat sectoriel

K€	31/12/2020	31/12/2019	Var	Var.%
Revenus nets des sociétés de gestion	204 827	174 753	30 074	17 %
Charges opérationnelles des activités de gestion d'actifs	(131 749)	(121 679)	(10 070)	8 %
Quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence	(526)	(276)	(250)	91 %
<b>Résultat des activités de gestion d'actifs</b>	<b>72 552</b>	<b>52 798</b>	<b>19 754</b>	<b>37 %</b>
Revenus du portefeuille	84 914	277 835	(192 921)	(69)%
Résultat du portefeuille d'instruments dérivés	(286 489)	-	(286 489)	-
Charges opérationnelles des activités d'investissement	(98 947)	(78 434)	(20 513)	26 %
Quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence	(719)	38	(757)	(1992)%
<b>Résultat des activités d'investissement</b>	<b>(301 241)</b>	<b>199 439</b>	<b>(500 680)</b>	<b>(251)%</b>
Résultat financier	(36 060)	(33 335)	(2 725)	8 %
Impôt sur les bénéfices	58 630	(39 666)	98 296	(248)%
<b>Résultat net</b>	<b>(206 120)</b>	<b>179 235</b>	<b>(385 355)</b>	<b>(215)%</b>

Les activités de gestion d'actifs ont enregistré une croissance de 37,4% par rapport à l'exercice précédent. Cette hausse s'explique principalement par les commissions de gestion, d'arrangement et autres commissions perçues par les sociétés de gestion de TC. Ces revenus comprennent également les commissions de surperformance et les résultats associés aux parts d'intéressement à la surperformance (i.e. *carried interest*).

Les activités d'investissement pour compte propre (revenus du portefeuille) ont enregistré une baisse de 251% par rapport à l'exercice précédent. Cette diminution s'explique essentiellement par :

- Une variation de juste valeur du portefeuille courant et non courant pour (12) M€ (contre une variation positive de 188,7 M€ lors de l'exercice précédent), dans le contexte de la crise sanitaire liée à la Covid-19 ;
- Un résultat du portefeuille d'instruments dérivés de (286,5) M€ correspondant à des opérations de couverture exceptionnelles du fait de la crise survenue sur les marchés financiers. Ces couvertures ont généré des pertes avec la remontée des marchés. La Société a procédé aux mois de février et mars 2021 au débouclage du solde des opérations d'achat / vente sur les positions d'instruments dérivés, ayant conduit à la comptabilisation d'une perte complémentaire de (71,5) M€ avant impôt en 2021.



#### 4.3.5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de TC, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles la société est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :





#### 4.4 Présentation de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER (TCGP)

TCGP est le gérant commandité de TC et est détenu à 100% par la société TCA.

Conformément aux dispositions statutaires de TC, TCGP :

- En sa qualité de gérant, perçoit une rémunération hors taxes égale à 2% des capitaux propres consolidés de TC ;
- En sa qualité d'associé commandité, perçoit à titre de préciput, une somme égale à 12,5% du résultat net social de TC<sup>1</sup>.

Par ailleurs, au titre de la convention de prestation de services conclue entre TCA et TCGP, TCGP verse à TCA une rémunération globale et forfaitaire d'un montant égal à 1,9% des capitaux propres consolidés de TC.

En définitive, la rémunération nette de TCGP correspond à 12,5% des bénéfices de TC et 0,1% des capitaux propres consolidés de TC. TCA perçoit une rémunération de 1,9% des capitaux propres consolidés de TC en contrepartie des fonctions *Corporate* centrales qu'elle assume.

##### 4.4.1 Compte de résultat synthétique de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER

Le compte de résultat de l'année 2020, tel que présenté dans les comptes annuels au 31 décembre 2020 est reproduit ci-dessous :

Tikehau Capital General Partner - Compte de résultat				
K€	31/12/2020	31/12/2019	Variation	Var. %
Chiffre d'affaires	62 912	45 501	17 411	38 %
Autres produits	-	0	(0)	-
Autres achats et charges externes	(59 833)	(43 278)	(16 555)	38 %
Impôts, taxes et versements assimilés	(118)	(77)	(41)	53 %
Autres charges	-	(0)	0	-
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>2 961</b>	<b>2 147</b>	<b>814</b>	<b>38 %</b>
Résultat financier	15 854	-	15 854	-
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>18 814</b>	<b>2 147</b>	<b>16 667</b>	<b>776 %</b>
Impôt sur les bénéfices	(5 425)	(648)	(4 777)	737 %
<b>Résultat net</b>	<b>13 390</b>	<b>1 499</b>	<b>11 891</b>	<b>793 %</b>

Le chiffre d'affaires est constitué de la rémunération de la gérance correspondant à 2% des capitaux propres consolidés de l'exercice précédent de TC. Son augmentation est donc liée à l'augmentation des capitaux propres consolidés de TC (3 145,6 M€ en 2019 et 2 275 M€ en 2018).

Les autres achats et charges externes sont essentiellement composés des charges relatives à la convention de prestation de services conclue avec TCA et correspondant à 1,9% des capitaux propres consolidés de l'exercice précédent de TC. Leur augmentation s'explique pour la même raison que celle du chiffre d'affaires.

Le résultat financier est exclusivement constitué du dividende préciputaire versé par TC et égal à 12,5% de son résultat net social de l'exercice précédent. L'absence de dividende préciputaire en 2019 s'explique par le résultat net social négatif de TC en 2018 (-64,4 M€).

<sup>1</sup> Notons qu'en cas de perte de TC, TCGP ne perçoit aucune rémunération et qu'il n'existe pas de mécanisme de report dans ce cas.



## 4.5 Présentation de TIKEHAU CAPITAL ADVISORS (TCA)

Au 31 décembre 2020, TCA était détenue à 67,16% par les fondateurs et le management et à 32,84% par des actionnaires institutionnels (CREDIT MUTUEL ARKEA, FFP, MACSF, TEMASEK et NORTH HAVEN TACTICAL VALUE).

### 4.5.1 Actif net apporté par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS

L'actif net apporté par TCA sur la base de sa valeur réelle au 31 décembre 2020, tel qu'il figure dans le projet de traité d'apport partiel d'actif se présente comme suit :

K€	31/12/2020
Fonds commercial	715 289
Immobilisations corporelles	713
Immobilisations financières	315
<b>Total de l'actif immobilisé</b>	<b>716 317</b>
Créances	673
Comptes de régularisation	28
<b>Total de l'actif circulant</b>	<b>701</b>
<b>Eléments d'actif apportés</b>	<b>717 018</b>
<b>Provisions</b>	<b>285</b>
Dettes d'exploitation	246
Dettes fiscales et sociales	5 312
Dettes diverses	944
<b>Dettes</b>	<b>6 502</b>
<b>Eléments de passifs pris en charge</b>	<b>6 787</b>
<b>Actif net apporté</b>	<b>710 232</b>

Dans le cadre de l'Apport, les services de direction générale et de stratégie rendus par les sociétés AF&CO et MCH à TCGP par l'intermédiaire de TCA seraient apportés à TC et prendraient fin. Des sociétés détenues par AF&CO et MCH seraient, de manière concomitante à l'Apport, nommées gérantes de TC.



## **5. Détermination des valeurs relatives des actions des sociétés TIKEHAU CAPITAL, TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER et de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS**

Nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère des sociétés TC, TCGP et de la branche d'activité apportée par TCA dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

Les résultats de nos travaux constituent des éléments d'appréciation des valeurs relatives des apports constitués de la branche d'activité TCA et de la société absorbée TCGP d'une part, et de la société bénéficiaire et absorbante TC d'autre part.

Il ne s'agit donc pas de fixer des valeurs absolues mais de permettre une comparaison par critère sur des bases homogènes pour déterminer des valeurs relatives et une rémunération globale, les deux opérations étant liées et indissociables du point de vue de l'actionnaire de TC.

### **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. Il n'est donc pas adapté à l'évaluation des sociétés et activités en présence et ne permet pas de fixer une comparaison pertinente.

#### **5.1.2 Actif net comptable réévalué**

La méthode de l'actif net comptable réévalué 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, ce qui n'est pas le cas de la branche d'activité de TCA et de la société TCGP.

Concernant TC, l'activité se décompose entre la gestion d'actifs pour compte de tiers (AM) et les investissements pour compte propre (IM). Dans ces conditions, nous pourrions être amenés à évaluer séparément le portefeuille d'investissements dans le cadre de la mise en œuvre de nos évaluations.



### 5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction 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.

Nous relevons le caractère erratique des distributions de dividendes historiques de TC, du fait de la volatilité des résultats de l'activité d'investissement pour compte propre.

Par ailleurs, aucune politique de distribution n'a été annoncée par TCA et TCGP.

Dans ces conditions, nous ne retiendrons pas cette méthode.

Notons d'ores et déjà que le 20 mai 2021, TC a annoncé au marché une politique de distribution en lien avec la réalisation de la présente Opération, à savoir le versement d'un minimum de 80% du NOPAM<sup>2</sup>, avec un minimum de 0,50€ par action en 2021. Comme nous y reviendrons, cette politique de distribution est une conséquence de l'Opération que nous intégrerons dans nos analyses.

### 5.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité des entités évaluées.

Nous n'avons pas identifié de transaction récente suffisamment comparable aux activités des sociétés évaluées, pour lesquelles l'information publique est disponible et pertinente.

### 5.1.5 Objectifs de cours de bourse des analystes

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

Les titres des sociétés TCGP et TCA n'étant pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé, il n'est pas possible de mettre en œuvre ce critère de manière homogène entre les différentes sociétés évaluées, raison pour laquelle nous ne l'avons pas retenu dans le cadre de notre appréciation du rapport d'échange.

---

<sup>2</sup> Net Operating Profit for the Asset Management activity ou résultat d'exploitation de l'activité de gestion d'actifs



A titre informatif, nous avons identifié 8 analystes suivant le titre TC :

### Tikehau Capital - Objectifs de cours des analystes

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
22/04/2021	RBC Capital Markets	33,0 €	Acheter
06/04/2021	Citi Research	33,9 €	Acheter
26/03/2021	Degroof Petercam	30,0 €	Acheter
19/03/2021	Oddo BHF	29,0 €	Acheter
19/03/2021	Kepler Cheuvreux	27,0 €	Neutre
19/03/2021	Exane BNP Paribas	26,0 €	Neutre
18/03/2021	Société Générale	25,0 €	Neutre
18/03/2021	Berenberg	30,0 €	Acheter
<b>Min</b>		<b>25,0 €</b>	
<b>Moyenne</b>		<b>29,2 €</b>	
<b>Médiane</b>		<b>29,5 €</b>	
<b>Max</b>		<b>33,9 €</b>	

Sur la base d'une moyenne des objectifs de cours, la valeur par action de TC s'élève à 29,2 €.

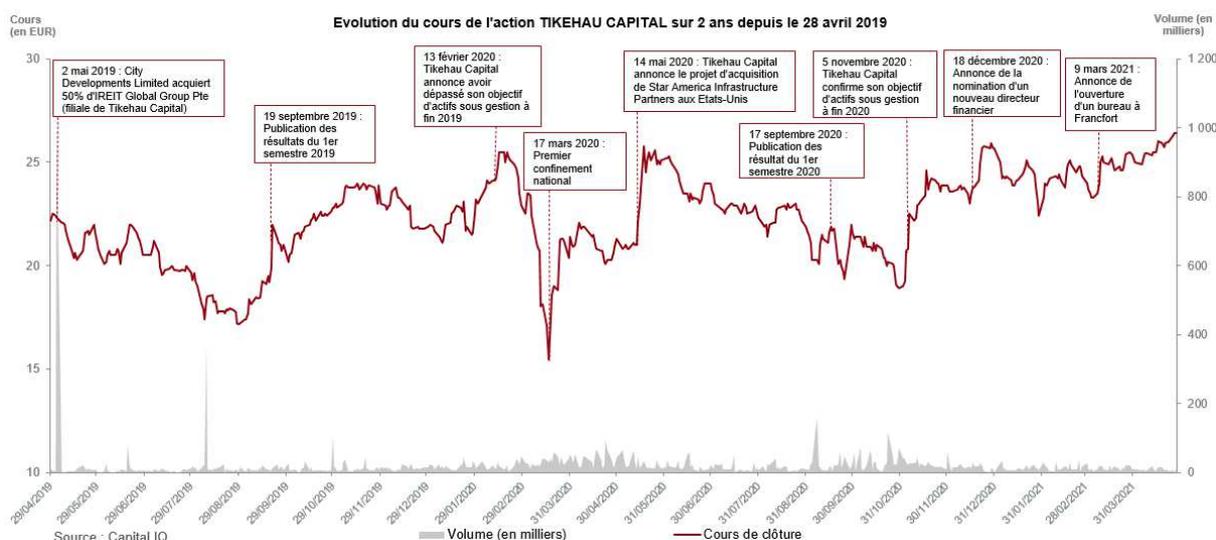
### 5.1.6 Cours de bourse

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.

Pour les mêmes raisons qu'évoquées au paragraphe 5.1.5 nous n'avons pas retenu ce critère qui ne peut être mis en œuvre pour TCA et TCGP.

En ce qui concerne TC, ses actions sont cotées sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0013230612).

Le cours de bourse de l'action TC a évolué comme suit depuis le 28 avril 2019 :





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 depuis le 28 avril 2019 :

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (28/4/2021)	26,40	9	9	240	240	0,01 %	0,01 %	0,02 %	0,02 %
CMPV 1 mois	25,60	10	205	250	5 246	0,01 %	0,15 %	0,02 %	0,36 %
CMPV 60 jours	24,85	12	695	298	17 280	0,01 %	0,52 %	0,02 %	1,22 %
CMPV 3 mois	24,69	12	770	307	19 009	0,01 %	0,58 %	0,02 %	1,35 %
CMPV 6 mois	23,69	16	2 034	382	48 184	0,01 %	1,53 %	0,03 %	3,64 %
CMPV 12 mois	22,71	19	4 810	427	109 226	0,01 %	3,61 %	0,03 %	8,65 %
CMPV 24 mois	21,93	20	10 191	437	223 529	0,01 %	7,65 %	0,04 %	18,12 %

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

### 5.1.7 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions TC, TCGP et la branche d'activité apportée par TCA sont à retenir.

## 5.2 Méthodes d'évaluation retenues

### 5.2.1 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ou DCF), à titre principal

L'activité de gestion d'actifs de TC, présente des flux récurrents et modélisables, traduits dans le plan d'affaires du *management*.

Selon nous, la valeur du portefeuille d'investissement ne peut en revanche pas être approchée par une approche par les flux, par nature difficile à modéliser, mais peut l'être par référence directe à sa juste valeur, telle qu'elle ressort des comptes de TC.

Pour l'essentiel, la valeur de TCGP correspond à la valeur des dividendes préciputaires versés par TC, c'est-à-dire la valeur d'un flux de dividendes.

Pour l'essentiel, la valeur de la branche d'activité apportée par TCA correspond à la marge dégagée par la société, à savoir la différence entre deux flux modélisables (i.e. des revenus constitués d'un pourcentage des capitaux propres consolidés de TC modélisables à partir du plan d'affaires du *management* de TC et des charges fixes).

L'approche par les flux apparaît donc adaptée à l'évaluation de chacun des ensembles en présence. Elle apparaît également adaptée au contexte de l'Opération qui vise, au travers des deux apports, à faire bénéficier TC d'une économie de coûts (i.e. la marge dégagée par TCA sur l'activité apportée) et de l'économie du dividende préciputaire versé à TCGP.

Pour ces raisons, nous privilégions une approche par les flux adaptée tant à l'évaluation des sociétés et activités en présence qu'au contexte de l'Opération.



Nous avons donc retenu une approche multicritère qui comprend, à titre principal, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (avec valorisation du portefeuille d'investissements de TC à sa juste valeur).

## 5.2.2 Approches analogiques fondées sur les multiples de sociétés cotées, à titre secondaire

A titre secondaire, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables sur la base :
  - Des multiples de résultat net (*Price-earnings ratio*) ;
  - Des multiples de *Fee-Related Earnings*<sup>3</sup> (FRE) et *Performance Fee Rate*<sup>4</sup> (PRE), permettant de valoriser l'activité de gestion d'actifs et une valorisation du portefeuille d'investissements de TC à sa juste valeur.

Il convient toutefois de relever qu'il n'existe pas de comparables boursiers pour TCA et TCGP, et donc de multiples boursiers qui leur soient directement transposables et applicables compte tenu de leurs activités. Néanmoins, dans le contexte de la présente Opération, nous leur avons appliqué les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables à TC.

De plus, il est apparu difficile d'établir des niveaux d'agrégats normatifs sur lesquels appliquer ces multiples, chacune des trois entités évaluées présentant des profils et des dynamiques de résultats différents.

Pour ces raisons, ces approches analogiques sont présentées à titre secondaire.

## 5.3 Données de référence de la société TIKEHAU CAPITAL

### 5.3.1 Nombre de titres retenu

Le nombre d'actions dilué de TC au 31 décembre 2020 est déterminé comme suit :

<b>Nombre d'actions dilué Tikehau Capital</b>	
	<b>31/12/2020</b>
Nombre d'actions en circulation au 31/12/2020	136 193 044
Actions gratuites en cours d'acquisition	992 258
BSA	1 416 558
Rachat d'actions à partir du prix d'exercice des BSA	(1 157 499)
Annulation des actions auto-détenues	(2 617 946)
<b>Nombre d'actions dilué</b>	<b>134 826 415</b>

<sup>3</sup> Correspondant au NOPAM hors *carried interest* et *performance fees*, c'est-à-dire au résultat d'exploitation de l'activité de gestion d'actifs hors *carried interest* et *performance fees*

<sup>4</sup> Somme des *performance fees* et des *carried interest*



En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social de TC au 31 décembre 2020, soit 136.193.044 actions, augmenté :

- Des actions gratuites en cours d'acquisition (992.258 actions) ;
- Des bons de souscription d'actions (BSA) attribués le 22 décembre 2016 et exerçables à tout moment à compter du 5<sup>ème</sup> anniversaire de leur émission (1.416.558 actions).

diminué :

- Du nombre d'actions que la trésorerie issue de l'exercice des BSA (prix d'exercice de 21 €) permettrait d'acquérir sur le marché afin de les attribuer aux détenteurs de BSA (« *Treasury stock method* »), calculé sur la base du cours de bourse au 31/12/2020 (25,7 €) ;
- Des actions auto-détenues (2.617.946 actions).

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 134.826.415 actions.

### 5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de la société TC tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés de la société au 31 décembre 2020.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2020 a été déterminée comme suit :

#### **Calcul de la trésorerie (dette financière) nette ajustée au 31/12/2020**

**M€**

Trésorerie et équivalents de trésorerie	671,1
Actifs financiers de gestion de trésorerie	76,2
Autres actifs financiers	4,5
Dettes financières non courantes	(997,5)
Dettes financières courantes	(1,0)
Instrument financiers dérivés non courants	(0,5)
<b>Trésorerie (Dette Financière) Nette</b>	<b>(247,3)</b>
Déficits reportables actualisés	57,5
Sociétés mises en équivalence	7,5
Intérêts ne donnant pas le contrôle	(6,7)
Provisions pour risques et charges après impôts	(1,0)
<b>Autres ajustements</b>	<b>57,2</b>
<b>Trésorerie (Dette Financière) Nette Ajustée</b>	<b>(190,1)</b>

Sources : Comptes annuels 2020, analyses Finexsi



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

- Les déficits reportables actualisés selon leur horizon de consommation estimé par le *management* pour 57,5 M€. En conséquence, ces déficits fiscaux n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt dans les flux de trésorerie ;
- Les sociétés mises en équivalence correspondant principalement à la quote-part de détention de TC dans DUKE STREET ;
- Les intérêts ne donnant pas le contrôle pour 6,7 M€.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à -190,1 M€.

#### **5.4 Données de référence de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS**

Sur la base des travaux de détournage réalisés par le *management* de TCA, le passif apporté (net des éléments d'actifs) s'élève à environ 5 M€, composé principalement des dettes fiscales et sociales. Ce passif a été retenu en diminution de la valeur d'entreprise dans nos travaux d'évaluation présentés ci-après.

#### **5.5 Données de référence de la société TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER**

##### **5.5.1 Dette financière nette**

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de la société TCGP tels qu'ils figurent dans les comptes annuels de la société au 31 décembre 2020.

La trésorerie nette au 31 décembre 2020, soit 0,4 M€, a été déterminée comme suit :

<b>Calcul de la trésorerie (dette financière) nette ajustée au 31/12/2020</b>	
<b>M€</b>	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	0,5
Dettes financières non courantes	(0,1)
<b>Trésorerie (Dette Financière) Nette</b>	<b>0,4</b>



## 5.6 Détermination des valeurs relatives de TIKEHAU CAPITAL, de la branche d'activité apportée par TIKEHAU CAPITAL ADVISORS et de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER

### 5.6.1 Actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie 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 adaptée à la situation de TC, TCGP et à la branche d'activité apportée par TCA.

Elle permet également de mettre en œuvre une évaluation sur des bases homogènes puisque les plans d'affaires de TCA et TCGP découlent de celui de TC.

#### 5.6.1.1 Evaluation de TIKEHAU CAPITAL

##### Valorisation de l'activité gestion d'actifs par l'actualisation des flux de trésorerie futurs

###### Présentation du plan d'affaires de l'activité gestion d'actifs

Le plan d'affaires 2021-2025 utilisé pour nos travaux a été établi par le *management* selon une approche « *bottom-up* » et présenté au Conseil de surveillance en décembre 2020. Une extrapolation sur la période 2026-2032 a par ailleurs été modélisée par le *management* de TC et revue par un cabinet de conseil externe. Ce plan d'affaires *standalone* n'intègre pas d'opération de croissance externe.

Les principales hypothèses retenues pour la modélisation du plan d'affaires de l'activité de gestion d'actifs sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne des actifs sous gestion sur la période 2021-2030 en ligne avec les tendances historiques, soutenant la croissance des revenus ;
- Une évolution du mix des actifs sous gestion favorable en termes de taux de marge ;
- Des coûts opérationnels en baisse proportionnellement aux revenus sur la période 2021-2032 (effet de taille).

Par ailleurs, le plan d'affaires intègre l'ouverture de nouveaux fonds entre 2021 et 2030 et les *carried interest* associés entre 2028 et 2040.

Nous avons procédé à la revue des hypothèses structurantes du plan d'affaires de l'activité de gestion d'actifs avec le *management* de la Société. Ce plan d'affaires traduit selon nous les objectifs et les ambitions du *management*. Dans le cadre de la présente analyse qui vise à apprécier la rémunération du point de vue de l'actionnaire de TC, nous n'avons pas considéré d'autre scénario, et nous nous sommes assurés que les plans d'affaires de TCGP et TCA découlent du plan d'affaires de TC et résultent donc des mêmes hypothèses, ce qui est le cas.



### Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base du flux de la dernière année de l'horizon explicite, sans retraitement particulier.

L'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément à la loi de finance 2020, prévoyant un taux d'imposition de 25% à l'horizon 2022. Les déficits reportables n'ont pas été retenus en diminution des flux de trésorerie, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de la dette financière nette pour leur montant actualisé.

Un taux de croissance à l'infini de 1,6% a été appliqué au flux normatif.

### Taux d'actualisation

La dette financière brute de TC est affectée en totalité aux activités d'investissement pour compte propre, qu'elle sert à financer. En conséquence, nous avons retenu le coût du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie de l'activité de gestion d'actifs. Ce coût a été estimé à 9,2%, sur la base :

- D'un taux sans risque de (0,12) % correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 2 ans au 28 avril 2021 – source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 8,56% (moyenne 2 ans des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE) ;
- D'un bêta désendetté des comparables de 1,09 (source : Capital IQ).

Par cohérence avec l'endettement financier net déterminé au 31 décembre 2020, les flux ont été actualisés à mi-année à compter de cette date.

### Valeur d'entreprise de l'activité gestion d'actifs

La valeur d'entreprise relative de l'activité de gestion d'actifs (hors *carried interest* sur nouveaux fonds évalués séparément) ressort à 2 374 M€, dont 45% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite.

Les sensibilités de la valeur d'entreprise relative de l'activité de gestion d'actifs (hors *carried interest* sur nouveaux fonds) à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,10%	1,35%	1,60%	1,85%	2,10%
Coût du capital	8,70%	2 465	2 506	2 550	2 597	2 648
	8,95%	2 381	2 419	2 459	2 502	2 548
	9,20%	2 303	2 337	2 374	2 413	2 455
	9,45%	2 229	2 261	2 295	2 330	2 369
	9,70%	2 160	2 189	2 220	2 253	2 288



Sur ces bases, nous retenons une fourchette de valeur d'entreprise relative de l'activité de gestion d'actifs (hors *carried interest* sur nouveaux fonds) comprise entre 2 295 M€ et 2 459 M€, avec une valeur centrale de 2 374 M€.

#### Valeur actualisée du *carried interest* sur les nouveaux fonds

Nous avons tenu compte dans notre évaluation de l'activité de gestion d'actifs de la juste valeur du *carried interest* sur les nouveaux fonds qui seront ouverts entre 2021 et 2030, en leur appliquant une décote de 30% pour tenir compte de l'incertitude et du risque de réalisation y afférant.

Cette valeur relative ressort en valeur centrale à 523 M€ et représente 18% de la valeur d'entreprise relative de l'activité de gestion d'actifs.

#### **Valeur du portefeuille d'investissements**

La valeur du portefeuille d'investissements, qui n'est pas appréhendée dans la valeur de l'activité de gestion d'actifs, a été retenue pour sa juste valeur telle qu'elle ressort des comptes consolidés de TC au 31 décembre 2020 (2 508 M€), diminuée des impôts différés passifs sur la juste valeur du portefeuille d'investissements (-26 M€), soit 2 481 M€.

Dans le contexte de la présente Opération, il ne nous est pas apparu approprié d'appliquer une décote de portefeuille, ce qui est favorable à l'actionnaire de TC.

#### **Prise en compte de la rémunération du gérant et du dividende précipitaire**

Les valeurs déterminées ci-dessus ne tiennent pas compte de la rémunération du gérant et des dividendes précipitaires versés par TC qui viennent grever ces valeurs pour le titulaire d'actions ordinaires.

Nous avons donc déduit de la valeur de TC :

- la valeur actuelle des frais de gérance versés à TCGP (2% des capitaux propres consolidés) modélisés sur la base du plan d'affaires ;
- la valeur actuelle des dividendes précipitaires (12,5% du résultat social net de TC) modélisée à partir du plan d'affaires considéré pour valoriser l'activité de gestion d'actifs.

La valeur par cohérence attribuable à la rémunération du gérant et aux dividendes précipitaires s'élève à -1 189 M€ en valeur centrale, dans une fourchette de sensibilité de -1 146 M€ à -1 234 M€.



### 5.6.1.1.1 Synthèse de la valeur des fonds propres de TIKEHAU CAPITAL

Synthèse des valeurs			
En m€	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
Valeur d'entreprise hors carried interest sur nouveaux fonds	2 295	2 374	2 459
Valeur actualisée des carried interest sur nouveaux fonds	498	523	550
<b>Valeur d'entreprise activité gestion d'actifs</b>	<b>2 792</b>	<b>2 897</b>	<b>3 009</b>
<b>Valeur du portefeuille d'investissements</b>	<b>2 481</b>	<b>2 481</b>	<b>2 481</b>
Valeur actualisée de la rémunération de gérant et du dividende précipitaire	(1 146)	(1 189)	(1 234)
Dette financière nette	(190)	(190)	(190)
<b>Valeur des fonds propres Tikehau Capital</b>	<b>3 937</b>	<b>3 999</b>	<b>4 065</b>
<i>Valeur par action de Tikehau Capital (en €)</i>	<i>29,2</i>	<i>29,7</i>	<i>30,2</i>

Sur la base de ce critère, valorisant l'activité de gestion d'actifs par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, et en retenant le portefeuille d'investissements pour sa juste valeur, **la valeur relative par action de TC ressort dans une fourchette comprise entre 29,2 € et 30,2 €, avec une valeur centrale de 29,7 €.**

### 5.6.1.2 Evaluation de la branche d'activité apportée par TCA

#### Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires de la branche d'activité apportée par TCA découle directement du plan d'affaires de TC, ce qui permet de procéder à une évaluation sur des bases homogènes, et donc comparables.

Les revenus de la branche d'activité apportée sont constitués des produits relatifs à la convention de prestation de services conclue avec TCGP et correspondent à 1,9% des capitaux propres consolidés de TC. Ils correspondent en fait au reversement de 95%<sup>5</sup> de la rémunération de gestion fixée statutairement chez TC.

Les principales hypothèses retenues pour la modélisation du plan d'affaires de la branche d'activité apportée par TCA sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne des revenus sur la période 2021-2032 directement liée à la croissance des capitaux propres consolidés de TC sur la même période, selon une modélisation directement issue du plan d'affaires du *management* et de son extrapolation ;
- Des coûts opérationnels, principalement fixes, en légère croissance pour tenir compte de leur revalorisation dans le temps et des effets de seuil au regard de la croissance de l'activité sur la période 2021-2032.

Dans le cadre des opérations de réorganisation, il sera substitué à la convention de prestation de services (i.e. 1,9% des capitaux propres consolidés de TC), une nouvelle rémunération d'au moins 2,5 M€ par an qui sera versée aux nouveaux gérants (TCA n'est pas le gérant de TC mais perçoit, par l'intermédiaire du gérant TGCP, 95%<sup>5</sup> de la rémunération de la gérance sous forme de convention de prestation de services).

Par conséquent, du point de vue de TC, l'économie réalisée avec l'intégration des fonctions *Corporate* centrales doit être diminuée de 2,5 M€ par an.

<sup>5</sup> 1,9% / 2% = 95%



En conséquence, le flux de l'activité apportée par TCA doit être réduit de ce montant pour tenir compte de l'économie nette qui sera réalisée par TC.

### Flux normatif

Par cohérence avec l'évaluation de TC, le flux normatif a été construit sur la base du flux de la dernière année de l'horizon explicite.

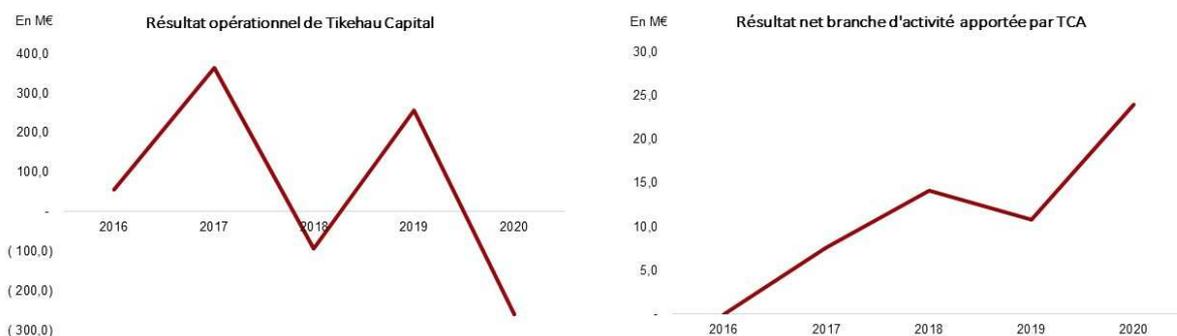
L'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément à la loi de finance 2020, prévoyant un taux d'imposition de 25% à l'horizon 2022.

Un taux de croissance à l'infini de 1,6% a été appliqué au flux normatif.

### Taux d'actualisation

Le modèle économique de TCA repose sur des revenus assis sur les capitaux propres consolidés de TC et des charges fixes pour l'essentiel. Cette situation assure une résilience et une récurrence des revenus dans le temps.

Le risque de réalisation du plan d'affaires de TCA est donc sensiblement moindre que celui de TC, comme l'illustrent les graphiques ci-dessous.



L'analyse des résultats des cinq derniers exercices de TC fait effectivement ressortir une forte volatilité du résultat opérationnel historique avec un écart-type par rapport à la moyenne de 375%, lorsqu'il ressort à 44% pour TCA (soit 8 fois moins), ce dont il convient de tenir compte.

Dans ces conditions, et sur la base des analyses menées, nous avons retenu un bêta de 0,87 adapté au profil de risque des flux.

Les autres paramètres du calcul du coût du capital demeurant identiques à ceux retenus pour TC.

Il en résulte un taux d'actualisation de 7,4%.

Par cohérence avec l'endettement financier net déterminé au 31 décembre 2020 et l'évaluation de TC, les flux ont été actualisés à mi-année à compter de cette date.



### Prise en compte des impacts du *carried interest* sur les nouveaux fonds

Nous avons tenu compte des impacts du *carried interest* des nouveaux fonds sur les capitaux propres consolidés de TC afin d'en apprécier les contreparties chez TCA, par cohérence.

### Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur relative de la branche d'activité apportée par TCA ressort à 733 M€, dont 61% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite.

Les sensibilités de la valeur relative de la branche d'activité apportée par TCA à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,10%	1,35%	1,60%	1,85%	2,10%
Coût du capital	6,90%	766	788	813	840	870
	7,15%	729	749	771	795	822
	7,40%	696	714	<b>733</b>	755	778
	7,65%	665	681	699	718	739
	7,90%	636	651	667	684	703

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs relatives comprise entre 699 M€ et 771 M€, avec une valeur centrale de 733 M€.

#### 5.6.1.3 Evaluation de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER

##### Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires de TCGP découle également directement du plan d'affaires de TC, ce qui permet de procéder à une évaluation sur des bases homogènes et comparables.

Les principaux flux de TCGP résultent des dispositions statutaires connues des actionnaires et en connaissance desquelles ils ont investi. Ils sont constitués :

- Des produits relatifs à la rémunération de la gérance de TC correspondant à 2% des capitaux propres consolidés de TC après déduction d'une quote-part de 1,9% reversée à TCA au titre de la convention de prestation de services, soit une rémunération nette de 0,1% des capitaux propres consolidés de TC ;
- Un dividende précipitaire égal à 12,5% du résultat net social de TC étant précisé qu'en cas de résultat net social déficitaire de TC, il n'existe pas de mécanisme de rattrapage permettant de déduire ces pertes des dividendes précipitaires versés les années suivantes.

Les charges d'exploitation ne sont pas significatives et sont également retenues en diminution des flux.



Dans le cadre des opérations de réorganisation, il sera substitué au dividende précipitaire actuel de 12,5%, un dividende précipitaire de 1%. En raison des Opérations, et en particulier de la fusion-absorption de TCGP, la Société économisera donc 11,5% de dividende précipitaire (12,5%-1%). Nous avons donc évalué TCGP sur la base du dividende précipitaire économisé, soit 11,5%, afin d'apprécier la situation du point de vue de l'actionnaire de TC.

#### Flux normatif

En cohérence avec l'évaluation de TC, le flux normatif a été construit sur la base du flux de la dernière année de l'horizon explicite.

L'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément à la loi de finance 2020, prévoyant un taux d'imposition de 25% à l'horizon 2022.

Un taux de croissance à l'infini de 1,6% a été appliqué au flux normatif.

#### Taux d'actualisation

TCGP n'étant pas endettée, nous avons retenu le coût du capital pour actualiser les flux de trésorerie.

Nous avons actualisé les flux relatifs au dividende précipitaire au taux d'actualisation de 9,2%, correspondant au coût du capital retenu pour TC, dans la mesure où ce dividende précipitaire est directement lié au résultat net social de cette dernière. Quand bien même il n'y a pas de participation de TCGP aux pertes de TC, il ne nous a pas paru opportun de retenir un taux d'actualisation distinct, ce qui est favorable à l'actionnaire de TC.

En ce qui concerne les flux liés à la rémunération de la gérance, soit 0,1% des capitaux propres de TC, nous avons retenu le taux d'actualisation utilisé dans le cadre de l'évaluation de TCA, à savoir 7,4%, dans la mesure où ces flux ont la même nature et donc le même niveau de risque.

Par cohérence avec l'endettement financier net déterminé au 31 décembre 2020 et l'évaluation de TC, les flux ont été actualisés à mi-année à compter de cette date.

#### Prise en compte des impacts du carried interest sur les nouveaux fonds

Comme précédemment pour TC, nous avons tenu compte des impacts du *carried interest* des nouveaux fonds sur le résultat net social et les capitaux propres consolidés de TC afin d'en apprécier les contreparties chez TCGP, par cohérence.



### Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise relative ressort à 422,4 M€, dont 57% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la trésorerie nette de 0,4 M€, le montant des fonds propres de TCGP s'établit à 422,9 M€.

Les sensibilités de la valeur relative des fonds propres de TCGP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,10%	1,35%	1,60%	1,85%	2,10%
Coût du capital	- 0,5 point	442	452	462	474	486
	- 0,25 point	424	432	442	452	463
	+0 point	406	414	<b>423</b>	432	442
	+0,25 point	390	397	405	414	423
	+0,5 point	375	382	389	396	405

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs relatives comprise entre 405 M€ et 442 M€, avec une valeur centrale de 423 M€.

#### 5.6.1.4 Synthèse de la rémunération issue du critère principal du DCF

Nous présentons ci-après le nombre de titres TC à émettre en rémunération de l'Apport et de la Fusion résultant de la comparaison des valeurs relatives déterminées ci-dessus :

Synthèse des valeurs			
En m€	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
Valeur des fonds propres Tikehau Capital	3 937	3 999	4 065
Valeur par action de Tikehau Capital (en €)	29,2	29,7	30,2 <sup>a</sup>
Valeur réelle de la branche d'activité TCA	699	733	771 <sup>b</sup>
Valeur des fonds propres TCGP	405	423	442 <sup>c</sup>
Nombre total de titres TC à émettre (en M)	37,8	38,9	40,2 <sup>(b+c)/a</sup>

Selon l'approche d'évaluation retenue à titre principale, le nombre total de titres TC à émettre en rémunération de l'Opération serait compris entre 37,8 M et 40,2 M, avec une valeur centrale de 38,9 M.

#### 5.6.2 Méthodes des comparables boursiers (retenue à titre secondaire)

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 retenu, d'une part, les multiples de résultat net et, d'autre part, les multiples de FRE et de PRE.



## 5.6.2.1 Multiples de résultat net (ou PER)

### 5.6.2.1.1 Evaluation de TIKEHAU CAPITAL

Le résultat net est un agrégat fréquemment retenu par les évaluateurs et les analystes pour les activités de TC.

Les multiples de résultat net (PER ou *price-earnings ratio*) ont été déterminés sur la base d'un échantillon de sociétés cotées qui présente des caractéristiques proches de TC avec notamment une activité de gestion d'actifs alternatifs :

- ARES MANAGEMENT CORPORATION est une société de gestion d'actifs alternatifs américaine fondée en 1997. Elle est spécialisée dans le *private equity*, l'immobilier et la dette privée. A fin décembre 2020, ses actifs sous gestion s'élevaient à 207 Mds\$ ;
- THE BLACKSTONE GROUP est une société d'investissement fondée en 1985. Elle possède une division de gestion d'actifs (notamment en immobilier et en *private equity*). Ses actifs sous gestion atteignaient 649 Mds\$ à fin décembre 2020 ;
- KKR & CO est une société de gestion d'actifs américaine fondée en 1976. Ses actifs sous gestion s'élevaient à 252 Mds\$ à fin décembre 2020 ;
- INTERMEDIATE CAPITAL GROUP est une société de gestion d'actifs alternatifs investissant principalement dans la dette privée (CLO et Mezzanine) et l'immobilier. Fondée en 1989 à Londres, elle gérait 47,2 Mds€ d'actifs à fin décembre 2020 ;
- APOLLO GLOBAL MANAGEMENT est une société de gestion américaine fondée en 1990. Elle investit en *private equity*, en dette privée et en immobilier. Ses actifs sous gestion s'élevaient à 80 Mds\$ à fin décembre 2020 ;
- THE CARLYLE GROUP est une société de gestion américaine fondée en 1987. Ses actifs sous gestion s'élevaient à 260 Mds\$ à fin décembre 2020 ;
- 3I GROUP est une société de gestion d'actifs fondée en 1945 à Londres et spécialisée dans la gestion d'actifs alternatifs et dans le *private equity*. Ses actifs sous gestion s'élevaient à 19,1 Mds£ au 31 mars 2020 ;
- STEPSTONE GROUP INC est une société de gestion d'actifs américaine fondée en 2006. Elle est spécialisée dans le *private equity*, l'immobilier, la dette privée et les infrastructures. A fin décembre 2020, ses actifs sous gestion s'élevaient à 80 Mds\$ ;
- HAMILTONE LANE est une société de gestion d'actifs américaine fondée en 1991. A fin décembre 2020, ses actifs sous gestion s'élevaient à 657 Mds\$.
- EURAZEO SE est une société française fondée en 2001. Elle est spécialisée dans le *private equity*, la dette privée et l'immobilier. A fin décembre 2020, ses actifs sous gestion s'élevaient à 21,8 Mds€ ;
- EQT AB est une société de gestion d'actifs suédoise fondée en 1994 et spécialisée dans le *private equity* et l'immobilier. A fin mars 2021, ses actifs sous gestion atteignaient 67 Mds€ ;

- PARTNERS GROUP HOLDING AG est une société de gestion d'actifs suisse fondée en 1996 et notamment spécialisée dans le *private equity*, l'immobilier, les infrastructures et la dette privée. A fin décembre 2020, ses actifs sous gestion s'élevaient à 109,1 Mds\$.

Sur la base de cet échantillon, nous obtenons les multiples suivants :

#### Tikehau Capital - Multiples observés sur des sociétés comparables \*

Mdevise	Devise	Capitalisation boursière	xPER 2021e
Ares Management Corporation	USD	8 498	23,0x
The Blackstone Group Inc.	USD	52 284	24,5x
KKR & Co. Inc.	USD	29 177	17,8x
Intermediate Capital Group plc	GBP	4 793	19,4x
Apollo Global Management, Inc.	USD	11 693	19,8x
The Carlyle Group Inc.	USD	13 642	17,3x
3i Group plc	GBP	11 392	6,2x
StepStone Group Inc.	USD	3 147	40,2x
Hamilton Lane Incorporated	USD	3 226	34,7x
Eurazeo SE	EUR	5 081	9,4x
EQT AB (publ)	SEK	258 284	40,0x
Partners Group Holding AG	CHF	32 243	33,6x
<b>Moyenne</b>			<b>23,8x</b>
<b>Médiane</b>			<b>21,4x</b>

\* Données au 20/05/2021

Source: Capital IQ

Nous relevons que les multiples s'inscrivent dans une fourchette large. Cela n'a toutefois pas d'impact dès lors qu'il ne s'agit pas de fixer une valeur absolue mais des valeurs relatives en appliquant uniformément le même multiple à chaque ensemble évalué pour obtenir directement la valeur des fonds propres.

Nous avons appliqué le multiple moyen et médian au résultat net 2021e de TC après déduction du dividende précipitaire et en ne tenant compte que de la moitié de l'impact du débouclage du solde des opérations d'achat / vente sur les positions d'instruments dérivés<sup>6</sup> en raison de leur caractère non récurrent.

La société n'ayant pas donné de *guidance* sur le résultat net 2021e, nous n'afficherons pas la valeur relative résultant de ce critère car cela reviendrait à publier indirectement cette prévision. Nous présenterons en revanche la rémunération issue de ce critère ci-après.

#### 5.6.2.1.2 Evaluation de la branche d'activité apportée par TCA

Comme rappelé au paragraphe 5.2, il n'existe pas de société directement comparable à TCA. Néanmoins, dans le contexte de la présente Opération, nous avons appliqué les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables à TC.

Nous avons appliqué ces mêmes multiples moyen et médian au résultat net 2021e de la branche d'activité apportée par TCA.

<sup>6</sup> Impact total de -71,5 M€ avant impôt, cf. paragraphe 4.3.4



#### 5.6.2.1.3 Evaluation de TIKEHAU CAPITAL GENERAL PARTNER

Comme rappelé au paragraphe 5.2, il n'existe pas de société directement comparable à TCGP. Néanmoins, dans le contexte de la présente Opération, nous avons appliqué les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables à TC.

Sur la base des analyses conduites, le dividende précipitaire 2021e estimé n'apparaît pas représentatif. Nous avons donc retenu la moyenne 2022e-2026e davantage représentative d'un niveau de résultat normatif.

#### 5.6.2.1.4 Synthèse de la rémunération issue du critère secondaire du PER

Nous présentons ci-après le nombre de titres TC à émettre en rémunération de l'Apport et de la Fusion résultant de la mise en œuvre du critère du multiple de PER, telle que décrite ci-avant :

<b>Synthèse des valeurs</b>			
<b>En m€</b>		<b>Valeur médiane</b>	<b>Valeur moyenne</b>
<b>Nombre total de titres TC à émettre (en M)</b>		<b>41,5</b>	<b>41,5</b>

Selon l'approche d'évaluation reposant sur le multiple de PER moyen et médian, le nombre total de titres TC à émettre en rémunération de l'Opération s'élèverait à 41,5 M.

### 5.6.2.2 Méthodes des multiples de FRE et de PRE

#### 5.6.2.2.1 Evaluation de TIKEHAU CAPITAL

Les multiples de FRE<sup>7</sup> et de PRE<sup>8</sup> sont également examinés par les évaluateurs et les analystes pour les activités de TC.

Nous avons retenu les multiples de FRE 2021e et de PRE 2021e tels qu'ils ressortent des notes d'analystes suivant les sociétés comparables présentées ci-avant. Les multiples extériorisés par les notes d'analystes des sociétés comparables se présentent comme suit :

<sup>7</sup> Correspondant au NOPAM hors *carried interest* et *performance fees*, c'est-à-dire au résultat d'exploitation de l'activité de gestion d'actifs hors *carried interest* et *performance fees*

<sup>8</sup> Correspondant aux *carried interest* et *performance fees*



Comparable	Analyste	Date	Multiple de FRE	Multiple de PRE
			2021e	2021e
Partners Group Holding AG	Exane BNP Paribas	11/03/2021	35,2x	24,6x
Intermediate Capital Group plc	Exane BNP Paribas	10/02/2021	34,6x	20,8x
EQT AB (publ)	Exane BNP Paribas	11/03/2021	35,9x	21,5x
Hamilton Lane Incorporated	Wells Fargo	02/02/2021	35,0x	10,0x
Eurazeo SE	Exane BNP Paribas	11/03/2021	20,0x	12,0x
	HSBC	25/11/2020	16,0x	7,0x
The Blackstone Group Inc.	Exane BNP Paribas	28/01/2021	26,0x	15,6x
	Jefferies LLC	27/01/2021	19,0x	10,0x
KKR & Co. Inc.	Exane BNP Paribas	10/01/2021	17,8x	10,6x
	Jefferies LLC	31/03/2021	17,0x	8,5x
Apollo Global Management, Inc.	Exane BNP Paribas	10/02/2021	17,7x	10,6x
	Jefferies LLC	08/03/2021	18,0x	n.c.
Ares Management Corporation	Jefferies LLC	26/02/2021	18,0x	n.c.
	Exane BNP Paribas	10/02/2021	26,1x	15,6x
<b>Moyenne</b>			<b>24,0x</b>	<b>13,90x</b>
<b>Médiane</b>			<b>19,5x</b>	<b>11,3x</b>

Nous avons appliqué le multiple moyen et médian de FRE 2021e à la moyenne des NOPAM 2020 et 2021e hors *performance fees* et *carried interest* après impôt et le multiple moyen et médian de PRE 2021e à la moyenne *des performance fees* et *carried interest* 2020 et 2021e après impôt.

La société n'ayant pas donné de *guidance* sur le NOPAM<sup>9</sup> 2021e, nous n'afficherons pas la valeur relative de ce critère, ce qui reviendrait à publier indirectement cette prévision. Nous présenterons en revanche la rémunération issue de ce critère.

### Valeur du portefeuille d'investissements

La valeur d'entreprise calculée ci-dessus ne permet pas d'appréhender la valeur du portefeuille d'investissements, laquelle a été retenue pour sa juste valeur telle qu'elle ressort des comptes consolidés de TC au 31 décembre 2020 (2 508 M€), diminuée des impôts différés passifs sur la juste valeur du portefeuille d'investissements (-26 M€), soit 2 481 M€, de manière identique à l'approche fondée sur les DCF.

#### 5.6.2.2.2 Evaluation de la branche d'activité apportée par TCA

TCA n'ayant pas une activité de gestionnaire d'actifs (ses flux étant directement liés à ceux de TC), nous avons appliqué le multiple de FRE au résultat d'exploitation après impôt.

Au cas d'espèce, nous avons appliqué le multiple moyen et médian de FRE observé au résultat d'exploitation normatif après impôt, déterminé à partir de l'analyse des résultats 2022e à 2026e.

#### 5.6.2.2.3 Evaluation de TCGP

TCGP n'ayant pas une activité de gestionnaire d'actifs (ses flux étant directement liés à ceux de TC), nous avons appliqué le multiple de FRE au résultat d'exploitation après impôt (rémunération de la gérance) et le multiple de PRE au dividende précipitaire perçu par TCGP après impôt issus du plan d'affaires.

<sup>9</sup> Net Operating Profit for the Asset Management activity ou résultat d'exploitation de l'activité de gestion d'actifs



Sur la base des analyses conduites, le dividende précipitaire 2021e estimé n'apparaît pas représentatif. Nous avons donc appliqué le multiple moyen et médian de PRE à la moyenne des dividendes précipitaires 2022e-2026e, davantage représentative d'un niveau normatif et nous avons appliqué le multiple moyen et médian de FRE à la moyenne de rémunération de la gérance 2022e-2026e après impôt et après déduction de la quote-part revenant à TCA.

#### 5.6.2.2.4 Synthèse de la rémunération issue du critère secondaire des multiples de PRE et de FRE

Nous présentons ci-après le nombre de titres TC à émettre en rémunération de l'Apport et de la Fusion résultant de la comparaison des valeurs relatives déterminées ci-dessus :

<b>Synthèse des valeurs</b>		
<b>En m€</b>	<b>Valeur médiane</b>	<b>Valeur moyenne</b>
<b>Nombre total de titres TC à émettre (en M)</b>	<b>33,1</b>	<b>37,6</b>

Selon l'approche d'évaluation reposant sur les multiples de FRE et de PRE, le nombre total de titres TC à émettre en rémunération de l'Opération s'élèverait à 33,1 M avec l'application des multiples médians et à 37,6 M avec l'application des multiples moyens.



## 5.7 Synthèse des rémunérations issues de la comparaison des valeurs relatives

Rémunération (en M d'action) issue des méthodes de valorisation	Commentaires
<i>Rémunération proposée</i>	
<b>39</b>	
<b>DCF</b>	■ TC : valorisation de l'activité de gestion d'actifs par le DCF et juste valeur du portefeuille d'investissements ■ TCA / TCGP : DCF
<b>Multiples de PER</b>	■ TC / TCA / TCGP : valorisation des fonds propres par l'application d'un multiple de PER
<b>Multiples de PRE/FRE</b>	■ TC : valorisation de l'activité de gestion d'actifs par l'application de multiples de FRE/PRE et juste valeur du portefeuille d'investissements ■ TCA / TCGP : multiples de FRE/PRE

■ Méthodes retenues à titre principal  
■ Méthodes retenues à titre secondaire

La rémunération proposée de 39 M d'actions nouvelles TC pour l'Apport et la Fusion, nets des coûts et dividendes substituant ceux annulés :

- se situe en milieu de fourchette du critère du DCF (entre 37,8 M et 40,2 M d'actions), très proche de la valeur centrale (38,9 M d'actions), étant rappelé que ce critère est, selon nous, le plus adapté à l'évaluation des trois entités et au contexte de l'Opération, raison pour laquelle il est retenu à titre principal ;
- ce résultat est globalement encadré par celui des 2 approches analogiques mises en œuvre, moins pertinentes selon nous.

La rémunération proposée correspond donc à celle résultant de la comparaison de valeurs relatives jugées pertinentes, et peut à ce titre être considérée comme équitable pour les parties. Néanmoins, pour être conclusif, il convient de compléter l'analyse par l'examen des conséquences de l'Opération pour les actionnaires de TC.



## 6. Conséquences de l'Opération pour les actionnaires de TIKEHAU CAPITAL

### 6.1 Analyse des conséquences financières

#### 6.1.1 Analyse de la relation / dilution du résultat distribuable par action

Afin d'apprécier les conséquences financières de l'Opération pour l'actionnaire, nous avons simulé son impact sur le résultat distribuable par action de TC, c'est-à-dire :

- après annulation du dividende précipitaire historique de 12,5% et prise en compte du nouveau dividende précipitaire de 1% fixé statutairement (cf. §7 ci-après) ;
- après annulation de la rémunération de la gérance correspondant historiquement à 2% des capitaux propres consolidés de TC et prise en compte des nouvelles modalités de rémunérations fixées statutairement à un montant de 1,265 M€ par gérant et par an (cf. §7 ci-après) ;
- après prise en compte des charges opérationnelles relatives à la branche d'activité apportée par TCA ;
- et compte tenu du nouveau nombre d'actions augmenté de 39 M.

Nos analyses ont porté sur l'exercice en cours (2021e), les 2 exercices prévisionnels suivants (2022e et 2023e) et les 3 derniers exercices clos (2018, 2019 et 2020).

#### Sur l'exercice en cours (2021e)

Nous avons considéré différentes hypothèses et sensibilités, en particulier en nous référant à la fois au consensus de marché et en appréhendant ou non la charge exceptionnelle résultant du débouclage des couvertures mises en place en 2020.

Sur la base de ces analyses de sensibilité, la relation s'établirait dans une fourchette de +7% (relation du résultat par action) à -3% (dilution du résultat par action), avec une relation de l'ordre de 2% sur la base des hypothèses centrales considérées dans l'approche DCF.

#### Sur les exercices prévisionnels 2022e et 2023e

En préambule, notons que la Société n'a pas communiqué de *guidance* sur ces exercices.

Les analyses de relation ont donc été réalisées sur la seule base du plan d'affaires et font ressortir des dilutions du résultat par action inférieure à 10%, selon les hypothèses considérées.

Il convient de rappeler ici que le plan d'affaires considéré traduit les objectifs et ambitions du *management* et d'observer que la prise en compte d'hypothèses plus conservatrices réduirait les niveaux de dilutions observés.



### Sur les exercices clos 2018, 2019 et 2020

Comme nous l'avons vu précédemment, le résultat de TC présente une certaine volatilité, laquelle n'est pas appréhendée dans la construction du plan d'affaires. Dans ces conditions, il est apparu pertinent d'étendre l'analyse aux derniers exercices clos.

En cumulé, sur les exercices 2018, 2019 et 2020, l'Opération aurait été relative sur le résultat distribuable par action (relation cumulée *double digit* en pourcentage), avec en particulier une relation significative sur les années déficitaires pour lesquelles l'Opération aurait permis de réduire sensiblement les pertes.

Sur la base des analyses réalisées, il est un fait que l'Opération peut présenter un caractère dilutif sur le résultat distribuable par action (i.e. résultat net consolidé après paiement des dividendes préciputaires), en particulier si le résultat net est élevé. En revanche, l'intégration des fonctions *Corporate* centrales et la forte diminution du dividende préciputaire jouent un rôle d'amortisseur en cas de moindre performance, et apportent dans tous les cas une plus grande résilience des résultats et des *cash-flows* générés. Selon les estimations et communication de la Société, l'Opération permettra d'améliorer le *cash-flow* annuel de l'ordre de 40 M€.

#### **6.1.2 Incidence sur la politique de distribution**

En conséquence de l'Opération qui contribue à réduire la volatilité du résultat distribuable et à améliorer la génération de *cash-flows*, la Société s'est engagée sur une politique de distribution d'un dividende ordinaire minimum de 80% de ses *Fee-Relating Earnings* et *Performance-Relating Earnings* (avec un minimum de 0,50 € par action au titre de 2021) c'est-à-dire synthétiquement 80% du résultat des activités de gestion d'actifs avant imputation des coûts *Corporate* centraux, ou 80% du NOPAM.

La résilience apportée par l'Opération sur les résultats et *cash-flows* de la Société et cette *guidance* sur la politique de distribution en résultant constituent, selon nous, une contrepartie au risque de dilution du résultat distribuable par action (i.e. résultat net consolidé après paiement des dividendes préciputaires).

## **6.2 Conséquences non-financières**

Au-delà de ces éléments quantifiables d'un point de vue financier, nous relevons que l'Opération doit également être mise en perspective de la stratégie de développement de TC visant notamment à (i) simplifier la structure juridique afin d'offrir une meilleure visibilité au marché et aux investisseurs, et ainsi potentiellement devenir plus attractif, et à (ii) créer les conditions d'un meilleur alignement des parties prenantes à l'Opération, ce dont il convient également de tenir compte, quand bien même ces impacts ne sont pas mesurables et ne peuvent pas être modélisés.



## 7. Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'Opération afin d'apprécier si ceux-ci comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause son caractère équitable.

Dans ce cadre, nous avons examiné le projet de statuts modifiés de TC, duquel il ressort les éléments suivants concernant la rémunération de la gérance et le dividende précipitaire :

- L'article 8.3 du projet de statuts prévoit que chaque gérant aura droit à une rémunération fixe annuelle hors taxes égale à 1,265 M€ ;
- L'article 14.1 du projet de statuts prévoit qu'en cas de bénéfice distribuable au cours d'un exercice, il sera attribué aux associés commandités, à titre de préciput, une somme de 1% du résultat net de la Société, tel qu'il ressort de ses comptes sociaux.

Dans le cadre de notre appréciation du caractère équitable de l'Opération, nous avons tenu compte de ces dispositions dont les effets sont intégrés dans nos calculs de valeurs relatives, en diminution des valeurs d'apport. Dès lors que ces accords sont déjà pris en compte dans nos calculs, ils ne modifient pas les constats opérés précédemment.

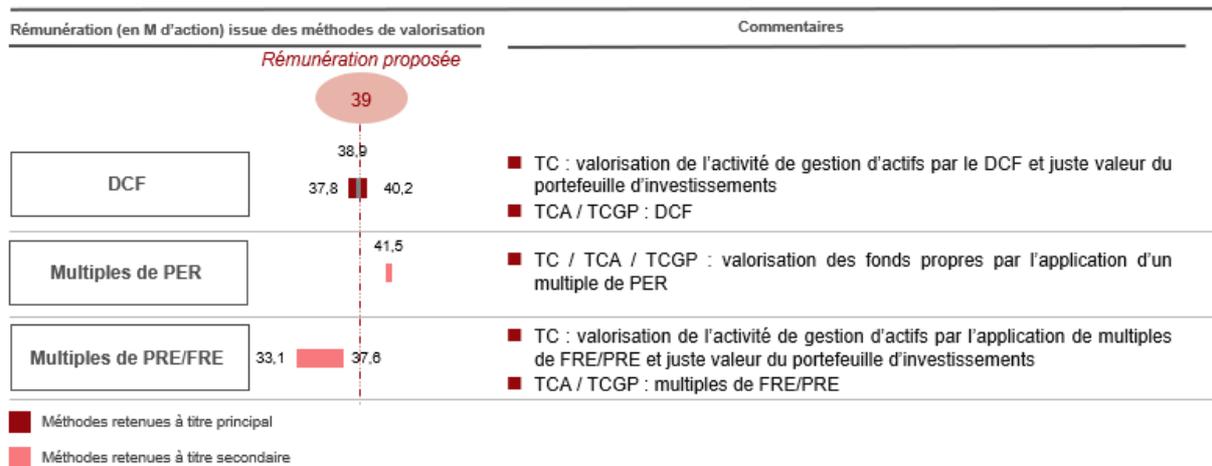
Nous n'avons eu connaissance d'aucun autre accord conclu ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Opération.



## 8. Synthèse de nos travaux et conclusion sur le caractère équitable de la rémunération proposée

Afin de déterminer des valeurs relatives pertinentes, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère fondée sur des méthodes d'évaluation adaptées tant à l'évaluation homogène des apports et de TC qu'au contexte de l'Opération.

Les rémunérations issues de la comparaison de ces valeurs relatives se présentent comme suit :



La rémunération proposée de 39 M d'actions nouvelles se situe en milieu de fourchette du critère du DCF, le plus pertinent selon nous et examiné à titre principal, soit entre 37,8 M et 40,2 M d'actions nouvelles, avec une valeur centrale de 38,9 M d'actions nouvelles.

Elle est, de plus, encadrée par les deux approches analogiques fondées sur des multiples boursiers mises en œuvre à titre secondaire.

La rémunération proposée s'inscrit dans la fourchette de valeurs résultant de la comparaison de valeurs relatives pertinentes, et apparaît équitable pour les parties à ce titre.

En ce qui concerne les conséquences financières pour l'actionnaire de TC, il ressort des analyses réalisées que l'Opération peut présenter un caractère dilutif sur le résultat distribuable par action, en particulier si le résultat net est élevé. Il convient toutefois de relever que l'intégration des fonctions *Corporate* centrales et la forte diminution du dividende précipitaire apportent une plus grande résilience des résultats et des cash-flows générés, ce dont bénéficiera l'actionnaire. En particulier, il convient de relever que, de ce fait, la Société s'est engagée sur une politique de distribution d'un dividende ordinaire correspondant au moins à 80% du résultat des activités de gestion d'actifs avant imputation des coûts *Corporate* centraux.

On doit souligner aussi que l'Opération vise à simplifier la structure juridique du Groupe afin de le rendre potentiellement plus lisible et attractif et à créer les conditions d'un meilleur alignement des parties prenantes à l'Opération, ce qui intervient dans l'appréciation globale de l'Opération.



Sur ces bases, à l'issue de nos travaux, nous sommes d'avis que la rémunération proposée de 39 M d'actions nouvelles TC pour l'Apport de la branche d'activité *Corporate* centrale de TCA et la Fusion-absorption de TCGP est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de TC.

Fait à Paris le 1<sup>er</sup> juin 2021,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN

Associé

Olivier PERONNET

Associé

PJ : Annexe unique



## Annexe unique

### **Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER**

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) 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 :

- Commissariat aux comptes ;
- 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(s) présentatrice(s)	Opération
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers

### **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'Autorité des Marchés 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 et nombre d'heures**

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 155 K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 500 heures.



## **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 spécifique de l'Opération :
  - Echanges avec le *management* des sociétés
  - Echanges avec les conseils des sociétés
- 5** - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique liée (notamment celle relative aux accords connexes)
- 6** - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière des sociétés ;
- 7** - Analyse du cours de bourse de TC :
  - Analyse du flottant et de la liquidité
  - Analyse de l'évolution du cours
- 8** - Revue des plans d'affaires du *management* de chaque société
- 9** - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation de tests de sensibilité
- 10** - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
  - Comparables boursiers (à titre secondaire) :
    - Multiples de PER
    - Multiples de *Fee-Related Earnings* et de *Performance Fee Rate*
- 11** - Réunions avec le comité Ad Hoc de TC en charge de la supervision de nos travaux
- 12** - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la société TC
- 13** - Revue indépendante
- 14** - Rédaction du rapport



## Calendrier de l'étude

7 avril 2021	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le comité Ad Hoc de TC
21 avril 2021	Réunions de travail et échanges avec la direction financière de TC notamment sur la présentation du plan d'affaires, sur les perspectives de développement, les comparables boursiers et la revue des comptes consolidés au 31 décembre 2020
27 avril 2021	Réunion avec le Comité Ad Hoc
27 avril 2021	Réunion de travail avec ROTHSCHILD & CO et BNP PARIBAS, conseils de TC, portant sur la présentation des hypothèses retenues dans le cadre de l'évaluation de chacune des sociétés
10 mai 2021	Réunion avec M. Antoine FLAMARION, cofondateur de TC
10 mai 2021	Conférence téléphonique avec ROTHSCHILD & CO
11 mai 2021	Réunion avec le Comité Ad Hoc
11 mai 2021	Réunion avec le Comité de gouvernance de TCA
Avril / mai 2021	Collecte de l'information publique disponible  Recherche des transactions comparables à partir des bases de données  Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ notamment
Avril / mai 2021	Mise en œuvre d'une évaluation multicritère de chacune des sociétés  Analyse de la rémunération proposée  Rédaction du rapport d'évaluation
19 mai 2021	Présentation de la synthèse de nos travaux et conclusion au Conseil de surveillance de TC
31 mai 2021	Obtention de la lettre d'affirmation
1 <sup>er</sup> juin 2021	Remise formelle du rapport d'évaluation



## **Liste des personnes rencontrées ou contactées**

### TIKEHAU CAPITAL

- Madame Fanny PICARD, membre du Conseil de surveillance
- Monsieur Léon SEYNAVE, membre du Conseil de surveillance
- Monsieur Jean-Louis CHARON, membre du Conseil de surveillance
- Monsieur Henri MARCOUX, Directeur général adjoint
- Madame Anne LE STANGUENNEC, Directeur de l'audit interne
- Monsieur Geoffroy RENARD, Secrétaire général
- Madame Nathalie de MORTEMART, Direction juridique

### ROTHSCHILD & CO

- Monsieur Cyril DE MONT-MARIN, Associé-gérant
- Monsieur Georges AMATOURY, Associé-gérant

### BNP PARIBAS

- Monsieur Guillaume MATHÉ, Managing Director - Head of Banking EMEA

## **Sources d'information utilisées**

### Principales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Plan d'affaires 2020-2032 de TC, TCGP et TCA
- Rapports d'évaluation de TC, TCGP et TCA de ROTHSCCHILD & CO et BNP PARIBAS
- Rapport d'évaluation de TCGP et TCA et revue indépendante du plan d'affaires de TC établis par un cabinet de conseil financier ;
- Comptes annuels de 2017 à 2020 de TCGP et TCA
- Projet de traité d'apport partiel d'actif entre TCA et TC
- Projet de traité de fusion-absorption de TCGP par TCA
- Projet de statuts de TC post-réorganisation

### Informations de marché

- Documents de référence 2017 à 2019 et document d'enregistrement universel 2020 de TC
- Communication financière de TC
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON



- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

### **Personnel associé à la réalisation de la mission**

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont été assistés d'Adeline BURNAND (*Senior Manager*), Maxime ROGEON (*Senior Manager*) et Janah BENKIRANE (Superviseur).

La revue indépendante a été effectuée par Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet FINEXSI qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.