

Sonia Bonnet-Bernard

60, rue de Longchamp
92200 Neuilly-sur-Seine

A2EF SAS au capital de 20 000 euros
inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables
883 137 713 R.C.S. Nanterre
Siège social : 60 rue de Longchamp 92200 Neuilly sur Seine

Alain Abergel

143, rue de la Pompe
75116 Paris

Abergel & Associés SAS au capital de 300 000 euros
inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables
338 512 635 RCS Paris
Siège social : 143, rue de la Pompe 75116 Paris

TIKEHAU CAPITAL**Fusion absorption**

de Tikehau Capital General Partners par Tikehau Capital

Rapport des commissaires à la Fusion

Aux actionnaires de la société Tikehau Capital et à l'associé unique de la société Tikehau Capital General Partner.

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 26 avril 2021, concernant la fusion-absorption par la société Tikehau Capital (ci-après « Tikehau Capital » ou la « Société bénéficiaire » ou la « Société ») de la société Tikehau Capital General Partner (ci-après « TCGP » ou la « Société absorbée »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la valeur des apports.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 1^{er} juin 2021.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange.

À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions de Tikehau Capital et aux actions de TCGP sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

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

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

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et aux actions TCGP
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Synthèse – Points clé
5. Conclusion

1. Présentation de l'opération

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de traité de fusion, peuvent se résumer comme suit.

1.1. Contexte de l'opération

La présente fusion-absorption s'inscrit dans le cadre d'une rationalisation de l'organisation du groupe Tikehau Capital, afin d'en simplifier la gouvernance et d'assurer une meilleure lisibilité des flux financiers. Cette rationalisation prévoit plusieurs opérations successives, constituant une opération globale désignée comme la Réorganisation du groupe Tikehau Capital ou l'Opération, aucune des opérations successives ci-après décrites n'ayant vocation à être réalisée sans les autres :

- la nomination de deux gérants (deux sociétés contrôlées chacune par l'un des fondateurs, Messieurs Antoine Flamarion et Mathieu Chabran, rémunérés au titre de leur mandat de gérants) ;
- la désignation d'un nouvel associé commandité, Tikehau Capital Commandité (« TCC »), en remplacement de l'actuel gérant-commandité TCGP. TCC serait, tout comme l'est aujourd'hui TCGP, filiale à 100% de Tikehau Capital Advisors (ci-après « TCA ») ;
- la fusion absorption de TCGP par Tikehau Capital (ci-après « la Fusion »). Les droits de commandité détenus par TCGP et transmis à Tikehau Capital du fait de l'opération de fusion seraient annulés à l'issue de la Fusion. A l'issue de la Fusion, TCC bénéficierait d'un préciput réduit, prévu dans le cadre de sa nomination et les statuts seraient modifiés pour refléter cette diminution du préciput des commandités ;
- l'apport par la société TCA à Tikehau Capital des actifs et passifs relatifs à la branche complète d'activité correspondant aux fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital, à savoir notamment la Stratégie, la Direction juridique et réglementaire, la Direction de la Communication et des affaires publiques, les Relations investisseurs, la Direction financière (incluant les équipes de trésorerie et financement, les comptabilités des comptes sociaux et consolidés, le contrôle de gestion notamment), la Direction du capital humain, les fonctions ESG, la Direction des systèmes d'information, la Direction de la conformité et du contrôle interne, l'Audit interne, le conseil en matière de fusions et acquisitions, et les services généraux/support (ci-après « l'Activité Apportée » ou les « Fonctions *corporate* centrales ») dans le cadre d'un apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions (ci-après « l'Apport »).

TCA, associé unique de TCGP, recevra en contrepartie de ses actions dans TCGP des actions de Tikehau Capital selon une parité d'échange déterminée sur la base des valeurs réelles des deux sociétés.

Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris nous a également nommés en qualité de commissaires à la scission dans le cadre de l'apport par TCA à Tikehau Capital des actifs et passifs relatifs à la branche complète d'activité correspondant aux Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital.

1.2. Présentation des sociétés concernées et liens entre les sociétés

1.2.1 Société bénéficiaire

La société Tikehau Capital est une société en commandite par actions, constituée le 25 juin 2004. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 477 599 104. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A).

A la date du présent rapport, le capital social de Tikehau Capital s'élève à 1 635 714 048 euros et est divisé en 136 309 504 actions de 12 euros de valeur nominale, de même catégorie.

Par ailleurs, Tikehau Capital a mis en place, en application des articles L. 225-97-1 et suivants du Code de commerce les plans d'attribution d'actions gratuites suivants, tels qu'ils étaient en vigueur au 31 mars 2021: quatre plans d'actions gratuites et dix plans d'actions de performance. Le nombre d'actions attribuées et restant à acquérir au 31 mars 2021 au titre de ces plans est de 2 026 031 actions nouvelles ou existantes.

Tikehau Capital a également procédé à une émission réservée de 1 244 781 bons de souscription d'actions (« BSA TC ») souscrits le 22 décembre 2016 au prix unitaire de 2,20 euros par les sociétés Tikehau Management, Tikehau Employee Fund 2008 et TCA Partnership, chacune pour un tiers de l'émission, à hauteur respectivement de 414 927 BSA TC. Ces BSA TC sont exerçables à tout moment en une ou plusieurs fois à compter du cinquième anniversaire de leur émission, étant toutefois précisé que les BSA TC qui n'auront pas été exercés avant le dixième anniversaire de leur émission deviendront caducs automatiquement et de plein droit à compter de cette date. En application des dispositions légales et contractuelles prévues afin de préserver les droits des titulaires des BSA en cas d'opération sur le capital de Tikehau Capital, ces BSA TC donnent désormais le droit de souscrire 1 445 190 actions nouvelles Tikehau Capital à la date du présent rapport.

Objet social

Tikehau Capital est une société qui a pour objet, tant en France qu'à l'étranger :

- l'acquisition, la souscription, le développement, la détention, la gestion et la cession, sous toute forme, de toutes parts sociales et de tous instruments financiers dans toutes sociétés ou entités juridiques, créées ou à créer, françaises ou étrangères ;
- la réalisation d'investissements et de financements et le montage et la structuration d'opérations d'investissement ou de financement dans tous domaines et portant sur toutes classes d'actifs ;
- l'acquisition, la souscription, le développement, la détention, la gestion et la cession, sous toute forme, de participations dans des entités impliquées dans la gestion de portefeuille, de patrimoine ou de fonds d'investissement ou d'organismes de placement collectif, le courtage, le financement, les activités bancaires ou d'assurance, les services d'investissement, le conseil ou toute autre activité financière, en France ou à l'étranger ;

le tout directement ou indirectement, pour son compte ou pour le compte de tiers, soit seule, soit avec des tiers, par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, de commandite, de souscription, d'achat de titres ou de droits sociaux, de fusion, d'alliance, de société en participation ou de prise ou de dation en location ou en gérance de tous biens ou droits autrement, en France et à l'étranger ;

- toutes prestations de services en matière administrative, financière, comptable, juridique, commerciale, informatique ou de gestion au profit des filiales de Tikehau Capital ou de toutes autres sociétés dans lesquelles elle détiendrait une participation ; et
- généralement, toutes opérations mobilières ou immobilières, industrielles, commerciales ou financières se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires ou connexes, ou pouvant être utiles à cet objet ou de nature à en faciliter la réalisation.

1.2.2 Société absorbée

TCGP est une société par actions simplifiée qui a été constituée le 12 février 2014. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 800 453 433.

Le capital social de TCGP s'élève à 100 000 euros et est divisé en 100 000 actions d'un euro de valeur nominale chacune, intégralement souscrites par son associé unique, la société TCA (société par actions simplifiée au capital social de 32 284 386 euros, ayant son siège social 32 rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 480 622 026), par apport en numéraire et libérées de la totalité de leur valeur nominale.

Objet social

TCGP est une société qui a pour objet, tant en France qu'à l'étranger :

- la gérance et/ou l'exercice de la qualité d'associé commandité de Tikehau Capital ;
- la gestion de sociétés commerciales ;
- l'activité de société « holding » ayant la qualité d'actionnaire ou d'associé (y compris indéfiniment responsable) ou détenant des participations financières (minoritaires, majoritaires ou dans des sociétés unipersonnelles) ;
- toutes prestations de services en matière administrative, financière, comptable, juridique, commerciale, informatique ou de gestion au profit des filiales de la Société ou de toutes autres sociétés dans lesquelles elle détiendrait une participation ; et
- généralement, toutes opérations mobilières ou immobilières, industrielles, commerciales ou financières se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires ou connexes, ou pouvant être utiles à cet objet ou de nature à en faciliter la réalisation.

Conformément à son objet social, TCGP est associé commandité de Tikehau Capital, désigné en application de l'article 9 des statuts de Tikehau Capital, et gérant désigné en application de l'article 8 des statuts de Tikehau Capital.

1.2.3 Liens entre les sociétés et dirigeants communs

A la date du présent rapport, ni la Société absorbée, ni la Société bénéficiaire ne détiennent de valeurs mobilières de l'autre partie. TCGP est seul associé commandité de Tikehau Capital, désigné en application de l'article 9 des statuts de Tikehau Capital et détient à ce titre des parts de commandité.

La Société absorbée et la Société bénéficiaire sont contrôlées par TCA, TCA détenant 100% du capital de la Société absorbée et détenant directement 36,99% du capital de la Société bénéficiaire.

TCA contrôle la société Fakarava Capital (société par actions simplifiée au capital social de 64 490 150 euros, ayant son siège social 32 rue de Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 485 242 150) qui elle-même détient 6,79% du capital de la Société bénéficiaire.

La Société absorbée et la Société bénéficiaire font partie d'un groupe de sociétés co-fondé par MM. Antoine Flamarion et Mathieu Chabran, respectivement actionnaires des sociétés AF&Co (société par actions simplifiée, au capital social de 952 430 euros, ayant son siège social au 32 rue Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 444 427 298 RCS Paris (« AF&Co »), détenant directement 23,12% du capital de la société TCA) et MCH (société par actions simplifiée, au capital social de 645 773 euros, ayant son siège social au situé 32 rue Monceau, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 480 619 337 RCS Paris (« MCH »), détenant directement 10,24% du capital de la société TCA).

Il est prévu, dans le cadre du projet de réorganisation, la constitution d'une nouvelle société, Tikehau Capital Commandité, dont le capital sera détenu par TCA, qui sera nommée associé commandité de la société bénéficiaire, ainsi que des modifications dans la gérance de la Société bénéficiaire.

Par ailleurs, il est prévu l'apport d'une branche complète d'activité par TCA à la Société bénéficiaire correspondant aux Fonctions *corporate* centrales (telles que définies ci-après) du groupe Tikehau Capital, dans le cadre d'un apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions.

1.3. Description de l'opération

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'Apport

Il est envisagé de procéder à une réorganisation de la structure du groupe Tikehau Capital et de son actionnariat, afin d'en simplifier la gouvernance, d'assurer une meilleure lisibilité des flux financiers et de réduire le précipt de l'associé commandité et la rémunération de la gérance de Tikehau Capital.

Ce projet de réorganisation serait mis en œuvre par la réalisation, le même jour que celui de la réalisation de la Fusion, des opérations successives suivantes :

- i. la désignation d'un nouvel associé commandité et de deux nouveaux gérants statutaires de la Société bénéficiaire (la « Nouvelle Gouvernance ») ;
- ii. la Fusion-absorption de TCGP par Tikehau Capital ;
- iii. l'apport par TCA à la Société bénéficiaire des actifs et passifs relatifs à la branche complète d'activité correspondant aux Fonctions *corporate* centrales du groupe Tikehau Capital dans le cadre d'un apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions (l'« Apport »). L'Apport permettrait d'internaliser les Fonctions *corporate* centrales au sein de Tikehau Capital de sorte que Tikehau Capital rassemblerait l'intégralité des moyens lui permettant (ainsi que ses filiales) de fonctionner.

L'ensemble des actifs et passifs de TCGP seront transférés à Tikehau Capital par voie de transmission universelle du patrimoine, conformément aux termes et conditions du traité de fusion, entraînant la dissolution sans liquidation de TCGP. Par conséquent, TCA, associé unique de TCGP, sera rémunéré en actions nouvelles Tikehau Capital. Le coût supporté historiquement par Tikehau Capital, qui était une charge annuelle équivalente à 2% des fonds propres consolidés du groupe Tikehau Capital, serait remplacé par une rémunération fixe annuelle totale de 2,5 millions d'euros HT à partir de 2021.

1.3.2. Conditions suspensives

La fusion-absorption et la dissolution de la société absorbée qui en résulte sont subordonnées à la réalisation des conditions suspensives telles qu'énumérées à l'article 14 du projet de traité de fusion, à savoir :

- la mise à disposition du document d'exemption à l'obligation de déposer un prospectus établi à l'occasion des opérations de réorganisation, à destination des actionnaires de la société absorbante et établi en vue de l'admission des actions à émettre en rémunération de la Fusion et de l'Apport ;
- l'approbation par TCA, associé unique de TCGP, de l'ensemble des stipulations du traité, de la fusion qui y est convenue et des modalités de sa rémunération ;
- l'approbation par l'assemblée générale mixte de Tikehau Capital et par l'associé commandité de Tikehau Capital de l'ensemble des stipulations du traité, de la Fusion qui y est convenue et de l'augmentation de capital en rémunération de la fusion ;
- l'obtention d'une décision de l'AMF accordant à TCA, AF&Co, MCH et aux actionnaires de Tikehau Capital agissant de concert avec TCA le bénéfice d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique obligatoire et de retrait visant les titres de Tikehau Capital.

L'Apport prendra effet de manière rétroactive au 1^{er} janvier 2021.

1.3.3. Rémunération de l'Apport

En rémunération de l'Apport, évalué à la somme totale de 440 268 414 euros, la société TCA recevra 14 924 353 actions nouvelles, d'une valeur nominale de douze euros (12 euros), entièrement libérées, créées par la société Tikehau Capital, qui augmentera ainsi son capital de 179 092 236 euros.

La différence entre la valeur de l'Apport, soit 440 268 414 euros, et le montant de l'augmentation du capital de Tikehau Capital, de 179 092 236 euros, constituera une prime d'apport d'un montant de 261 176 178 euros.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et aux actions TCGP

2.1. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Tikehau Capital et l'associé unique de TCGP, la société TCA, sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » menée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de l'Opération ;
- discuté avec le management des deux sociétés, et leurs conseils en charge de la réalisation de l'opération, tant pour appréhender son contexte, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- vérifié la propriété et la libre disposition des actifs apportés par TCGP ;
- examiné le projet de traité de fusion et ses annexes ;
- vérifié que les comptes des sociétés Tikehau Capital et TCGP, arrêtés au 31 décembre 2020, avaient été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- analysé les travaux réalisés par les banques conseils ;
- examiné le plan d'affaires détaillé du groupe Tikehau Capital couvrant la période 2021-2025 ainsi que l'extrapolation 2026-2032 réalisée par le management du Groupe, et discuté avec les responsables concernés notamment sur la pertinence des hypothèses retenues ;

- apprécié les critères d'évaluation de Tikehau Capital et de TCGP au moyen notamment d'une approche intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie avec une analyse de sensibilité de la valeur à différents paramètres, se fondant sur les indications recueillies auprès de nos interlocuteurs ;
- à titre de vérification, mis en œuvre une évaluation de Tikehau Capital par comparaison avec des multiples de résultats observés sur des groupes cotés exerçant une activité comparable ;
- analysé la valeur de TCGP de manière homogène à celle de Tikehau Capital et la sensibilité du rapport d'échange à l'ensemble des fourchettes de valeurs de Tikehau Capital ressortant des travaux de valorisation ;
- obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Tikehau Capital et TCGP qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2. Méthode d'évaluation et détermination des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital et aux actions TCGP

2.2.1 Valeur relative de Tikehau Capital

Les approches d'évaluation suivantes ont été jugées inadaptées :

- actif net comptable et actif net réévalué : ces approches ne sont pas pertinentes. Le montant des capitaux propres consolidés, part du Groupe, de Tikehau Capital, soit 2 797 millions d'euros au 31 décembre 2020, ne représente pas la valeur du groupe Tikehau Capital. En l'absence d'actif significatif hors exploitation susceptible d'être réévalué, l'approche par l'actif net réévalué n'est pas davantage pertinente. La valeur de Tikehau Capital est principalement issue de son activité, qui est appréhendée par les approches d'évaluation présentées ci-après ;
- méthode des transactions comparables : en l'absence de transaction récente intervenue sur des sociétés comparables à Tikehau Capital, nous n'avons pu mettre en œuvre cette méthode.

Eu égard aux caractéristiques du groupe Tikehau Capital, trois approches d'évaluation ont été examinées.

2.2.1.1. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie à titre principal

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité, et de son endettement net à la date de l'évaluation. Les flux sont actualisés 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 des prévisions.

Dans le cadre de nos travaux nous avons analysé le plan prévisionnel, décliné par activité, établi de manière détaillée par le management de Tikehau Capital selon le due process habituel sur la période 2021 - 2025. Nous avons également pris connaissance de l'extrapolation réalisée en central par le management de la Société. Les prévisions utilisées ont été établies dans le contexte actuel du marché.

Nous avons par ailleurs pris connaissance et analysé les travaux des banques conseils de Tikehau Capital relatifs à la rémunération de l'apport.

Le taux utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie, à 9%, correspond au coût moyen pondéré du capital. Il a été calculé à partir des données du marché les plus récentes en matière de taux d'intérêt, de prime de risque du marché et de risque du secteur, ainsi que des particularités de la structure financière du groupe Tikehau Capital.

Par ailleurs, la valorisation inclut une valeur terminale obtenue en actualisant à l'infini un flux de trésorerie jugé normatif en fin de période de prévisions et tenant compte d'un taux de croissance arrêté en fonction des prévisions d'inflation.

La fourchette de valeurs ressortant de la méthode DCF encadre la valeur de 29,50 euros retenue pour déterminer la parité d'échange.

2.2.1.2. Évaluation par application de multiples de sociétés cotées comparables à titre de recoupement

L'approche de valorisation par les comparables boursiers a consisté, sur la base des dernières données de marché disponibles, à valoriser l'entité Tikehau Capital par référence à des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, en privilégiant les multiples portant sur la rentabilité (multiples de résultat lié aux commissions).

La valeur s'établit dans une fourchette large encadrant la valeur de 29,50 euros retenue pour déterminer la parité d'échange.

L'approche par les comparables boursiers n'a été retenue qu'à titre de recoupement pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, car elle n'a pas pu être mise en œuvre pour évaluer TCGP compte tenu des spécificités de l'activité de cette dernière.

2.2.1.3. Évaluation par référence au cours de bourse et aux objectifs des analystes à titre de recoupement

Les actions de la société bénéficiaire des apports étant admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A), nous avons également pu nous appuyer sur la référence au cours de bourse ainsi que sur les cours cibles des analystes pour apprécier la valeur des titres de Tikehau Capital.

Ces références, pertinentes pour évaluer Tikehau Capital, ne trouvent cependant pas à s'appliquer dans la mesure où TCGP n'est pas une société cotée. Elles ont été utilisées à titre de recoupement pour conforter la valeur de Tikehau Capital ressortant des approches mises en œuvre.

A la date d'annonce de l'Opération, le 20 mai 2021, le cours de Tikehau Capital ressort à 24,7 euros en spot et à 25,8 euros en moyenne pondérée des volumes sur 1 mois. La valeur de Tikehau Capital de 29,50 euros retenue dans le cadre de la présente Opération extériorise des primes respectives de 19,4% et 14,2% sur ces cours. Nous observons que postérieurement à l'annonce de l'Opération, le 21 mai 2021, le cours a augmenté de 9% pour s'établir à 26,9 euros.

La Société est suivie par 9 analystes. Sur la base des notes publiées depuis le 18 mars 2021, date d'annonce des résultats 2020 de la Société, jusqu'à la date d'annonce de l'Opération, le cours cible médian des analystes ressort à 29,5 euros, identique à la valeur retenue dans le cadre de la présente Opération.

2.2.2 Valeur de l'Apport effectué par TCGP

Nous avons analysé la valeur de l'Apport effectué par TCGP dans notre rapport sur la valeur des apports. Rappelons que la valeur de TCGP est intimement liée aux capitaux propres consolidés de Tikehau Capital, puisqu'elle reçoit 0,1% des capitaux propres consolidés du groupe Tikehau Capital au titre des *management fees* (après rétrocession de 1,9% au titre d'une convention de prestation de services conclue avec TCA). TCGP reçoit par ailleurs en sa qualité d'associé commandité, un dividende précipitaire de 12,5% du résultat net social de Tikehau Capital.

En synthèse, nos travaux relatifs à l'appréciation de la valeur relative attribuée à l'Apport TCGP ont été conduits de façon cohérente avec ceux menés pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, sur la base des flux issus du même plan d'affaires.

La fourchette de valeurs de l'Apport, telle qu'elle ressort de notre analyse, encadre la valeur de 440 268 414 euros retenue par les parties, étant précisé que cette valeur s'inscrit plutôt dans le haut de notre fourchette s'agissant de la méthode DCF retenue à titre principal.

2.3. Commentaires et/ou observations des commissaires à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion

Nous n'avons pas de commentaire sur les méthodes retenues et écartées, ni sur les paramètres utilisés par les parties pour déterminer les valeurs relatives.

2.4. Méthodes et/ou critères complémentaires introduits par les commissaires à la fusion

Nous avons réalisé les études de sensibilité qui nous sont apparues appropriées, en particulier sur les taux d'actualisation, de croissance à l'infini et de base de calcul du dividende précipitaire.

2.5. Appréciation des valeurs relatives

Ainsi que rappelé ci-dessus, la valeur de TCGP est dépendante des capitaux propres consolidés de Tikehau Capital et de son résultat social.

Dès lors, les valeurs relatives retenues pour déterminer la parité d'échange sont interdépendantes et nous avons apprécié les valeurs relatives de TCGP et de Tikehau Capital sur des bases homogènes.

Les références aux cours de bourse et aux objectifs de cours de Tikehau Capital, ainsi que la méthode des comparables boursiers n'ont été retenues qu'à titre de recoupement pour apprécier la valeur de Tikehau Capital, car elles ne pouvaient être utilisées de manière homogène pour évaluer la société TCGP. Nous nous sommes cependant assurés que la valeur relative de Tikehau Capital déterminée par la méthode DCF était au moins égale au cours de bourse et cohérente avec les objectifs de cours des analystes.

3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.1. Rapport d'échange proposé par les parties

Pour rappel, l'opération consiste en la fusion-absorption de TCGP par Tikehau Capital. L'ensemble des actifs et passifs de TCGP seront transférés à Tikehau Capital par voie de transmission universelle du patrimoine, conformément aux termes et conditions du traité de fusion, entraînant la dissolution sans liquidation de TCGP. Par conséquent, TCA, associé unique de TCGP, sera rémunéré en actions nouvelles de Tikehau Capital.

Dans ce contexte, le rapport d'échange a été fixé en évaluant l'actif net apporté par TCGP sur des bases homogènes avec celles retenues pour évaluer Tikehau Capital.

3.2. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions Tikehau Capital, d'une part, et à l'actif net apporté par TCGP, d'autre part.

Nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé par référence aux valeurs relatives ainsi déterminées.

3.3. Appréciation et positionnement du caractère équitable du rapport d'échange, commentaires et/ou observations éventuels

Afin d'apprécier la sensibilité de la parité à la valeur attribuée à Tikehau Capital et de manière homogène à l'actif net apporté par TCGP, nous avons analysé la sensibilité de la parité à une large fourchette de valeurs attribuées à l'action Tikehau Capital.

Nous notons la grande sensibilité de la parité aux différents paramètres retenus dans l'analyse.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause les valeurs relatives retenues dans le projet de traité de fusion, qui ont été déterminées selon des critères de valorisation homogènes.

3.4. Incidence du rapport d'échange sur la situation des différentes catégories d'actionnaires ou associés

Nous avons étudié l'impact de l'Opération sur le résultat net par action de Tikehau Capital.

Sur la base du résultat net anticipé au titre de 2021 par le consensus des analystes à la date du 18 mai 2021 (soit 116,3 millions d'euros), l'Opération considérée dans sa globalité, en ce incluant à la fois l'opération d'Apport et l'opération de Fusion, présente un caractère relatif pour les actionnaires de Tikehau Capital.

Nous observons que l'Opération ne serait néanmoins que légèrement relative, voire dilutive selon les hypothèses retenues, sur la base du résultat net anticipé au titre de 2021 retraité de la perte exceptionnelle liée au dénouement des instruments de couverture souscrits en 2020 à titre de protection contre la baisse de la valeur des investissements de Tikehau Capital.

4. Synthèse – points clé

4.1. Diligences mises en œuvre

Nous avons, pour l'essentiel, apprécié la valeur des titres des sociétés concernées par l'Opération par référence à l'approche des flux prévisionnels de trésorerie actualisés. Nous avons également retenu, s'agissant de la seule valeur des titres de Tikehau Capital, des approches complémentaires reposant sur la comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables ainsi que sur le cours de bourse et les cours cibles des analystes.

4.2. Éléments essentiels ayant une incidence sur les valeurs et le rapport d'échange

Sur la base des informations qui nous ont été communiquées et de nos travaux, nous observons que les principaux paramètres ayant une incidence sur les valeurs des entités parties prenantes à l'Opération et sur le rapport d'échange sont les taux d'actualisation utilisés, ainsi que l'hypothèse retenue pour calculer, à compter de 2026, le résultat social de Tikehau Capital par référence au résultat consolidé du groupe Tikehau Capital. Nous avons étudié la sensibilité du rapport d'échange à ces paramètres. Le rapport d'échange retenu se situe dans la fourchette des rapports d'échange ressortant des différentes analyses que nous avons conduites.

Enfin, nous rappelons que l'Opération présente un caractère relatif sur la base du résultat net de Tikehau Capital estimé par le consensus d'analystes au titre de 2021. Il n'est que légèrement relatif voire dilutif sur le résultat net retraité des éléments exceptionnels.

5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 149,24 actions Tikehau Capital pour 1 action TCGP arrêté par les parties présente un caractère équitable.

A Neuilly sur Seine et Paris, le 8 juin 2021

Sonia Bonnet-Bernard



Alain Abergel

