

Agnès PINIOT  
LEDOUBLE  
8, rue Halévy  
75009 PARIS

Jacques POTDEVIN  
JPA  
7, rue Galilée  
75116 PARIS

EURAZEO S.E.

1, rue Georges Berger  
75017 Paris

APPORT DES ACTIONS  
DE LA SOCIÉTÉ ALPINE NEWCO  
AU PROFIT DE LA SOCIÉTÉ EURAZEO S.E.

Rapport des commissaires aux apports  
sur la rémunération de l'apport

## **Apport des actions de la société Alpine NewCo au profit de la société Eurazeo S.E.**

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 21 décembre 2017, concernant l'apport des actions de la société de droit américain Alpine NewCo (« **l'apport** »), consenti par ses actionnaires au profit de la société Eurazeo S.E. (« **Eurazeo** »), et s'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Notre appréciation de la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le traité d'apport signé par les parties le 11 avril 2018. 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 apportées et à l'action de la société bénéficiaire, sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission sur l'appréciation de la rémunération de l'apport prenant fin avec la remise du rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

À 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 notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

- 1. Présentation de l'opération et description de l'apport**
- 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives**
- 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée**
- 4. Conclusion**

# 1 Présentation de l'opération et description de l'apport

## 1.1 Contexte de l'opération

La présente opération d'apport s'inscrit dans le processus d'acquisition par la société Eurazeo d'une participation minoritaire dans Rhône, groupe international de capital-investissement établi à Londres et New York, qui a été annoncée le 29 novembre 2017.

Cette prise de participation intervient dans le cadre de la conclusion d'un partenariat stratégique visant à accélérer le développement de chacun de ces deux acteurs par la consolidation de leurs compétences. Ce rapprochement devrait permettre à Eurazeo de renforcer son positionnement à l'international.

Les parties ont signé un protocole d'acquisition (« **Purchase Agreement** ») en date du 28 novembre 2017 complété par un amendement qui sera signé au plus tard à la date de réalisation de l'apport au titre desquels il est prévu en substance qu'Eurazeo se porte acquéreur de 30 % des intérêts économiques du groupe Rhône et que cette prise de participation soit réalisée par les opérations concomitantes suivantes :

- la présente opération d'apport :
  - o acquisition, par voie d'apport, de l'intégralité du capital de la société Alpine NewCo, entité actuellement sans activité créée pour les besoins de l'opération, qui se sera vu apporter par des opérations préalables d'apport 85% des parts de catégorie E de la société Rhône Group L.L.C qui exerce l'activité de gestion du groupe Rhône et qui n'incluent donc pas la part des *carried interests* ou plus-values associées à la surperformance des investissements ;
  - o octroi par Eurazeo, en échange de l'apport des actions Alpine NewCo, de 2 millions de ses actions nouvellement émises ;
- l'acquisition en numéraire, pour 100 millions de dollars (et le paiement de frais supportés par les associés de Rhône Group à hauteur d'un montant maximum de 5 millions de dollars US) :
  - o par Alpine NewCo de la part résiduelle de 15% des parts de catégorie E de la société Rhône Group L.L.C ;
  - o d'une part de 30% d'une partie de l'activité de *carried interests* du groupe Rhône ;
  - o de droits politiques spécifiques.

## 1.2 Présentation des parties concernées par l'opération

### 1.2.1 Eurazeo S.E, société bénéficiaire

Eurazeo est une société européenne dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger à Paris (75017). Elle est inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692 030 992.

Son capital social s'élevait au 31 décembre 2017 à 220.561.157 euros, divisé en 72.315.130 actions, toutes entièrement libérées, soit une valeur nominale unitaire d'environ 3,05 euros. Les actions se répartissent à cette date en deux catégories :

- 72.290.622 actions de catégorie A (« **Actions A** ») ou actions ordinaires ;
- 24.508 actions de préférence B (« **Actions B** ») bénéficiant d'un droit à conversion en Action A.

Les Actions A sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris, sous le code ISIN FR0000121121.

Eurazeo a également consenti, au bénéfice de ses dirigeants et de ses salariés, des plans d'options d'achat d'actions et d'actions gratuites.

Eurazeo a pour objet, « *directement ou indirectement, en France et dans tous pays :*

- *la gestion de ses fonds et leur placement, à court, moyen ou long terme ;*
- *l'acquisition, la gestion et la cession, par tous moyens, de toutes participations minoritaires ou de contrôle, et plus généralement de tous titres, cotés ou non, et de tous droits mobiliers ou immobiliers, français et étrangers ;*
- *la création et l'acquisition de tous fonds d'investissement, la prise de participation dans tout fonds de cette nature ;*
- *l'acquisition, la cession, l'administration et l'exploitation, par location ou autrement, de tous immeubles, bâtis ou non bâtis, qu'elle possède, notamment dans les villes de Lyon et Marseille, ou qu'elle acquerra ou construira ;*
- *la fourniture de toutes prestations de service à tout organisme ou société dans lesquels la Société détient une participation ;*
- *l'octroi de cautions, avals et garanties afin de faciliter le financement de filiales ou de sociétés dans lesquelles la Société détient une participation ;*
- *et plus généralement toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles ou commerciales, se rattachant directement ou indirectement à l'un de ces objets ou à tout objet similaire ou connexe ».*

Eurazeo est l'un des acteurs de référence du capital investissement en Europe avec plus de 6 milliards d'euros d'actifs diversifiés sous gestion (sans compter les activités liées à l'acquisition en cours d'Idinvest Partners).

Eurazeo accompagne aujourd'hui plus de 35 sociétés, principalement en tant qu'actionnaire majoritaire, à travers 6 pôles d'activité, à savoir :

- Eurazeo Capital : investit prioritairement dans les sociétés dont la valorisation est supérieure à 200 millions d'euros ;
- Eurazeo PME : accompagne les petites et moyennes entreprises dans leur développement et cible des entreprises leaders sur leur marché ayant une forte capacité à réaliser des opérations de croissance externe ;
- Eurazeo Croissance : accompagne, principalement en tant qu'actionnaire minoritaire, des entreprises en pleine croissance à fort potentiel de développement ;
- Eurazeo Patrimoine : spécialisé dans l'investissement et la gestion d'actifs immobiliers ;
- Eurazeo Brands : activité lancée en mai 2017 qui investit dans des sociétés disposant d'un potentiel de croissance à l'international ;
- Eurazeo Development : plateforme spécialisée dans les relations avec les investisseurs tiers.

Eurazeo clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année et publie des comptes consolidés établis conformément au référentiel IFRS applicable dans l'Union Européenne.

### 1.2.2 Les apporteurs

Les apporteurs des actions Alpine NewCo (les « **Apporteurs** ») sont présentés en Annexe I du traité d'apport.

### 1.2.3 Alpine NewCo, société dont les titres sont apportés

Alpine NewCo est une société de droit américain (*Delaware Corporation*) immatriculée le 27 novembre 2017 dans l'État du Delaware aux États-Unis sous le numéro 6633182.

Son siège social est situé au 251 Little Falls Drive, City of Wilmington, County of New Castle, State of Delaware 19808, aux États-Unis.

Cette société, créée pour les besoins de la présente opération, dispose d'un capital autorisé de 10 dollars US divisé en 1.000 actions de 0,01 dollar US de valeur nominale chacune.

Alpine NewCo a pour objet social « *de réaliser tout acte ou activité pour lequel une corporation pourrait être valablement créée en vertu du General Corporation Law of Delaware* ».

Elle clôture son exercice social au 31 décembre de chaque année conformément au référentiel US GAAP applicable aux États-Unis.

## 1.2.4 Rhône

Fondé en 1996, Rhône est un groupe d'investissement américain, enregistré auprès de la *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Implanté aux États-Unis et en Europe, il gère aujourd'hui plus de 5 milliards d'euros d'actifs au travers de différents fonds aussi bien seul que dans le cadre des partenariats suivants :

- création en 2008 d'une *joint-venture* avec la compagnie d'assurance Generali afin de créer des véhicules d'investissement mutualisant les compétences de chacun ;
- création en 2016 d'une *joint-venture* avec la société WeWork, leader mondial des espaces de travail collaboratif, dans le but de capter une partie de la création de valeur attachée au modèle économique de WeWork fondé sur des investissements immobiliers.

Le groupe se structure autour de deux structures juridiques distinctes Rhône Group L.L.C (« **Rhône Group** ») et Rhône Capital L.L.C (« **Rhône Capital** »), enregistrées dans l'État du Delaware et de l'ensemble de leurs filiales et participations.

Rhône Group est une société de droit américain (*Delaware Limited Liability Company*) immatriculée dans l'État du Delaware aux États-Unis sous le numéro 2855112. Son siège social est situé à The Corporation Trust Company, Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, Wilmington, New Castle County, Delaware 19801, aux États-Unis.

A ce jour, les droits financiers et politiques des associés, appelés *LLC Interests* sont représentés par des parts de catégorie A à D et P<sup>1</sup> auxquelles sont attachés les droits, pouvoirs et obligations définis par les statuts.

La société a pour objet « (i) d'exercer les activités de gestion alternative d'actifs et de conseil financier ainsi que toute autre type d'activité sur décision du "Board of Managers" et (ii) tout autre objet autorisé par le Delaware Limited Liability Company Act (tel qu'amendé, le « Delaware Act ») ou les lois d'un Etat dans lequel Rhône Group aurait des activités ».

En tant qu'entité de gestion d'actifs de Rhône, Rhône Group perçoit les commissions remontées par les différents fonds sous gestion.

A la date du présent rapport, Rhône Group perçoit essentiellement des commissions de gestion provenant des fonds IV et V. Le fonds V a été souscrit en 2015 pour un montant global de 2,9 milliards de dollars US, dont une partie seulement est déjà investie au 31 décembre 2017.

Dans son plan d'affaires, Rhône Group anticipe la création d'un fonds VI et d'un fonds VII contribuant significativement à l'activité future de Rhône Group sur la prochaine décennie avec des objectifs de souscription respectifs de 4,5 milliards et 5 milliards de dollars US. Les fonds seront investis dans des entreprises qui ont une présence géographique étendue dans des secteurs économiques variés.

Rhône Group gère également les fonds issus des *joint-ventures* Generali et WeWork.

---

<sup>1</sup> Les parts de catégorie P ne sont pas encore en circulation à ce jour.

### 1.3 Opérations préalables à l'apport

Dans le cadre de la transaction, il est prévu que l'acquisition par Eurazeo de l'intégralité du capital d'Alpine NewCo par voie du présent apport soit précédée d'opérations permettant à Alpine NewCo de détenir des parts de catégorie E de Rhône Group qui seront représentatives de la valeur attribuée à Alpine NewCo, cette société ayant été créée pour les besoins de la présente opération et ne disposant à ce jour d'aucune activité.

Ces opérations préalables seront réalisées comme suit en deux étapes :

#### 1.3.1 Création par Rhône Group de parts de catégorie E

Les parts de catégorie E à émettre par Rhône Group (les « **Parts E Rhône Group** ») prises dans leur ensemble et dont les caractéristiques sont décrites dans le projet de *Second Amended and Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group qui sera signé au plus tard à la date de réalisation de l'apport et reprises en Annexe B1 du traité d'apport, confèreront :

- un droit financier représentatif de 30% des intérêts économiques générés par Rhône Group (revenus, plus-values et distributions de dividendes) ;
- un droit politique de désigner au maximum trois membres du *Board of Managers* (organe ayant une compétence générale de gestion de Rhône Group) et, dans la mesure où le *Board of Managers* serait composé de plus de 15 membres, possibilité de désigner d'autres membres afin de maintenir une représentation au *Board of Managers* de 23% ;
- un droit de vote restreint à certaines situations listées en Annexe B1 du traité d'apport ;
- certains droits de veto contractuels.

#### 1.3.2 Apport à Alpine NewCo des Parts E Rhône Group

Il est prévu que :

- une quote-part de 85% des Parts E Rhône Group ainsi émises (§ 1.3.1) soit apportée à Alpine NewCo ;
- en rémunération de l'apport de 85% des Parts E Rhône Group, Alpine NewCo émette 1.000 nouvelles actions ordinaires au bénéfice des Apporteurs après avoir préalablement procédé à l'annulation des 1.000 actions ordinaires émises à sa création.

Concomitamment à la réalisation de l'apport à Alpine NewCo, cette dernière procédera à l'acquisition auprès des Apporteurs du solde de 15% des Parts E Rhône Group afin de détenir la totalité des parts de cette catégorie qui seront alors représentatives des droits financiers et politiques résumés ci-avant § 1.3.1.

Dans le projet de traité d'apport à Alpine NewCo qui nous a été remis, les Parts E Rhône Group apportées ne font pas l'objet d'une valorisation spécifique.

### 1.3.3 Liens entre les parties concernées

À la date du présent rapport, il n'existe aucun lien capitalistique entre :

- Eurazeo et Alpine NewCo ;
- Eurazeo et les apporteurs des actions Alpine NewCo<sup>2</sup>.

## 1.4 Description de l'opération d'apport

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport peuvent se résumer comme suit :

### 1.4.1 Date de réalisation de l'apport

La réalisation de l'opération interviendra à la date de constatation, par le Directoire de la société bénéficiaire, de la réalisation définitive de l'augmentation de capital et de l'émission des actions nouvelles émises en rémunération de l'apport, dans le cadre de la délégation de pouvoir qui lui a été consentie aux termes de la 20<sup>ème</sup> résolution de l'assemblée générale des actionnaires en date du 12 mai 2016. Elle suivra la constatation de la levée des conditions suspensives (§ 1.4.2).

### 1.4.2 Conditions suspensives

Par extension, les parties ont soumis l'apport à la réalisation des mêmes conditions suspensives que celles attachées à la réalisation de la transaction globale détaillées dans le *Purchase Agreement* ; celles-ci ont été reprises en Annexe D du traité d'apport et comprennent notamment :

- la réalisation des opérations préalables présentées *supra* (§ 1.3) ;
- la remise de documents intégrant la contractualisation de l'acquisition du solde de 15% des Parts E Rhône Group afin qu'Alpine NewCo détienne la totalité des parts de cette catégorie qui seront alors représentatives des droits financiers et politiques résumés ci-avant (§ 1.3.1) ;
- la remise des rapports des commissaires aux apports relatifs à la valeur et à la rémunération de l'apport, obtenus sans réserve ;
- l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires.

Précisons également que par nature, l'approbation de l'apport et de l'augmentation de capital associée par le Directoire de la société bénéficiaire, constitue également un préalable à la réalisation de l'apport.

---

<sup>2</sup> A noter qu'une entité liée à l'un des apporteurs d'actions Alpine NewCo est susceptible de détenir une participation dans cette dernière représentant moins de 0,1% du capital.

### 1.4.3 Régime juridique et fiscal applicable à l'opération

Le régime juridique et fiscal de l'apport est exposé à l'article 1.2 du traité d'apport et se résume comme suit :

#### *Régime juridique*

Le présent apport sera effectué sous le régime juridique de droit commun applicable aux apports en nature aux termes des dispositions de l'article L.225-147 du Code de commerce.

#### *Régime fiscal*

En application de l'article 810-I du Code général des impôts, la société bénéficiaire de l'apport sera redevable d'un droit d'enregistrement fixe.

## 1.5 Description et évaluation de l'apport

### 1.5.1 Description de l'apport

Selon les termes du traité d'apport, les Apporteurs ont consenti à apporter à Eurazeo, l'ensemble des titres qu'ils détiennent dans le capital d'Alpine NewCo, soit 1.000 actions Alpine NewCo représentant la totalité du capital de la société.

La répartition de la valeur d'apport par Apporteur figure en annexe A du traité d'apport.

A la date réalisation de l'apport, Alpine NewCo, entité actuellement sans activité, sera détentrice au titre des opérations préalables détaillées *supra* (§ 1.3), de 85% des Parts E Rhône Group.

Conformément à l'analyse des conseils juridiques d'Eurazeo, ces parts sont représentatives économiquement de 25,5% de la valeur de Rhône Group qui exerce une activité de gestion d'actifs et des droits politiques associés.

### 1.5.2 Évaluation de l'apport

La présente opération porte sur l'apport de titres de participation non représentatifs du contrôle pour la société bénéficiaire de l'apport, au sens de l'article 710-2 du Règlement n° 2014-03<sup>3</sup> de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan Comptable Général, celui-ci n'est donc pas soumis aux dispositions du titre VII dudit Règlement.

A ce titre, l'apport est donc constitutif d'un apport d'actif isolé, évalué comme un échange à la valeur vénale et sera donc réalisé sur la base de la valeur réelle des éléments apportés.

Les 1.000 actions Alpine NewCo, objet de l'apport, ont été évaluées par les parties à 148.310.280 euros (soit 148.310,28 euros par action Alpine NewCo) sur la base d'une valeur de 182.688.602,90 dollars US convertie au taux de change communiqué par Bloomberg à la clôture du marché le 9 avril 2018.

---

<sup>3</sup> Après prise en compte des modifications du Règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017.

La valeur globale de l'apport a été appréciée par transparence par référence à :

- une valorisation globale de l'activité de gestion portée par Rhône Group selon la méthodologie décrite en Annexe B du traité d'apport ;
- à la quote-part d'intérêts économiques détenue par Alpine NewCo dans Rhône Group, soit 25,5% (§ 1.5.1).

Nos diligences sur la valeur de l'apport font l'objet d'un rapport distinct en date du 12 avril 2018.

## 1.6 Rémunération de l'apport

Pour fixer les conditions de la rémunération de l'apport, les parties ont retenu :

- la valeur réelle de l'apport selon l'approche décrite *supra* (§ 1.5.2) ;
- la valeur réelle de l'action Eurazeo estimée par référence à l'actif net réévalué (« **ANR** ») par action.

En rémunération de l'apport, Eurazeo émettra 2.000.000 actions ordinaires de catégorie A nouvelles d'une valeur nominale d'environ 3,05 euros chacune, soit une augmentation de capital d'un montant de 6.100.000 euros.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 148.310.280 euros, et le montant nominal de l'augmentation de capital d'Eurazeo, soit 6.100.000 euros, constituera une prime d'apport de 142.210.280 euros.

## 2 Vérification de la pertinence des valeurs relatives

### 2.1 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin de nous assurer de la pertinence des valeurs relatives attribuées, d'une part, aux actions apportées et, d'autre part, aux actions de la société bénéficiaire.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires d'Eurazeo sur les valeurs relatives retenues pour la détermination du rapport d'échange et sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- réalisé des entretiens avec les responsables des sociétés concernées et leurs conseils en charge de l'opération proposée, aussi bien au niveau opérationnel qu'au niveau financier, tant pour prendre connaissance de son contexte que pour appréhender ses modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- examiné le traité d'apport et ses annexes signé par les parties le 11 avril 2018 ;
- pris connaissance de la documentation juridique avec ses annexes établie dans le cadre de la transaction :
  - o signée par les parties le 28 novembre 2017, soit le *Purchase Agreement*, le *Framework Agreement*, le *Seller Disclosure Schedule* et le *Company Disclosure Schedule* et ;
  - o qui sera signée préalablement à l'apport, soit l'*Amendment n°1 to Purchase Agreement* et l'*Assignment Agreement* ;
- revu la documentation juridique dans sa version définitive<sup>4</sup> associée à la création d'Alpine NewCo<sup>5</sup> et aux opérations préalables à l'apport intégrant (i) l'apport des Parts E Rhône Group à Alpine NewCo<sup>6</sup> et (ii) la création en amont des parts E Rhône Group avec les caractéristiques associées<sup>7</sup> reprises en Annexe B1 du traité d'apport ;

---

<sup>4</sup> Les dirigeants d'Alpine NewCo nous ont confirmé par lettre d'affirmation que les projets qui nous ont été remis, en sus des documents déjà signés, étaient dans leur version définitive, tels qu'ils allaient être soumis à la signature des parties concernées.

<sup>5</sup> La société est créée et les documents juridiques associés à sa création sont signés.

<sup>6</sup> *Contribution Agreement* qui sera signé au plus tard à la date de réalisation l'apport.

<sup>7</sup> *Second Amended and Restated Limited Liability Company Agreement* de Rhône Group qui sera signé au plus tard à la date de réalisation l'apport.

- pris connaissance de la documentation juridique attachée à la vie du groupe Rhône qui nous a été communiquée (procès-verbaux des organes de direction et de gouvernance) sans que nous ayons été en mesure d'en vérifier l'exhaustivité ;
- pris connaissance des états financiers consolidés de Rhône Group au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2016 et des comptes consolidés au 31 décembre 2017 intégrant également le projet de rapport du commissaire aux comptes ;
- pris connaissance du document de référence d'Eurazeo au titre des exercices clos au 31 décembre 2016 et au 31 décembre 2017 intégrant les différents rapports et attestations des commissaires aux comptes ;
- revu, pour les différentes entités du groupe Rhône, les derniers<sup>8</sup> états financiers ou situations comptables disponibles pour celles ne publiant pas de comptes<sup>9</sup> ;
- pris connaissance du rapport complémentaire au comité d'audit d'Eurazeo présenté par les commissaires aux comptes au titre de leur audit des comptes clos au 31 décembre 2017 ;
- revu les travaux, menés par les conseils d'Eurazeo, de *due diligence* (i) comptable et financière sur les états financiers du groupe Rhône au 31 décembre 2016 et sur une situation comptable au 31 mars 2017 et, (ii) juridique sur le périmètre apporté<sup>10</sup> ;
- examiné le plan d'affaires établi par la direction de Rhône Group en mars 2017 et discuté de la pertinence des hypothèses retenues avec ses responsables et les équipes d'Eurazeo, notamment au regard des réalisations de l'exercice 2017 et des nouvelles prévisions budgétaires pour l'année 2018 ;
- pris connaissance des travaux de valorisation du groupe Rhône réalisés par le conseil financier d'Eurazeo incluant un *Management case* de Rhône Group et un *Revised case* de la part d'Eurazeo ;
- revu les modalités de détermination de l'actif net réévalué d'Eurazeo au 31 décembre 2017 et pris connaissance des travaux d'évaluation établis par la société et les experts indépendants sur les différentes lignes de participation détenues au 31 décembre 2017 ;
- apprécié la pertinence des approches d'évaluation retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents.

<sup>8</sup> Les informations disponibles étaient selon les entités des données au 31 décembre 2016, 30 septembre 2017 ou 31 décembre 2017.

<sup>9</sup> Dans le *Delaware*, les entités *Limited Liability Corporation* ou *LLC* ne sont pas tenues d'établir des comptes annuels.

<sup>10</sup> Intégrant l'analyse du périmètre du groupe Rhône et plus spécifiquement de la partie Rhône Group.

Enfin, nous avons obtenu respectivement une lettre d'affirmation de la part des apporteurs des actions Alpine NewCo, de la direction du groupe Rhône et des responsables d'Eurazeo qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission et notamment l'absence (i) de tout élément susceptible d'affecter la libre transmission des actions Alpine NewCo apportées et (ii) d'évènement de nature à remettre en cause l'évaluation des apports et la valeur de l'action de la société bénéficiaire.

## 2.2 Exposé des méthodes et des critères retenus par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par la société Eurazeo en rémunération de l'apport, les parties ont procédé à estimation de la valeur réelle des actions Alpine NewCo apportées et de l'action Eurazeo selon les approches décrites respectivement dans les Annexes B et C du traité d'apport.

### 2.2.1 Valorisation des actions d'Alpine NewCo

A la date réalisation de l'apport, le patrimoine d'Alpine NewCo, sera composé suite aux opérations préalables détaillées *supra* (§ 1.3) de 85% des Parts E Rhône Group.

Alpine NewCo ayant été créée en novembre 2017 spécifiquement pour les besoins de la présente opération, la valeur de ses titres a été estimée par les parties par transparence avec l'évaluation des intérêts économiques portés par 85% des Parts E Rhône Group détenues.

Les conseils juridiques d'Eurazeo, nous ont confirmé que ces parts étaient représentatives économiquement de 25,5% de la valeur de Rhône Group qui exerce une activité de gestion d'actifs et des droits politiques associés.

La valeur de Rhône Group est ainsi déterminée par les parties par transparence avec la valeur de chacune de ses activités :

- l'activité de gestion de fonds investis dans des sociétés ou « *Private Equity* », réalisée seul ou dans le cadre de partenariats (Generali), a été valorisée :
  - o à titre préférentiel, à partir d'une actualisation des flux de trésorerie futurs ;
  - o à titre de recoupement, en l'absence de *pure players* centrés uniquement sur l'activité de gestion et de transactions strictement comparables, par le biais d'une approche analogique fondée sur les comparables boursiers ;
- l'activité de gestion de fonds investis dans des actifs immobiliers dans le cadre du partenariat avec WeWork a été valorisée uniquement à partir d'une actualisation des flux de trésorerie futurs, ce partenariat ayant été mis en place récemment.

Pour déterminer la valeur de l'apport, les parties ont retenu 25,5% de la valorisation globale de Rhône Group.

Il n'a pas été tenu compte par les parties dans la valeur globale de l'apport de décote de minorité et de moindre liquidité au regard du pourcentage acquis et de l'absence de cotation d'Alpine NewCo, considérant les éléments suivants :

- le *Framework Agreement* signé par Rhône Group, Rhône Capital, Eurazeo et Alpine NewCo en date du 28 novembre 2017 offre à Eurazeo une fenêtre de liquidité pour ses actions Alpine NewCo à partir du moment où 75% des fonds levés au titre du fond V auront été investis :
  - o à compter de cette date, Eurazeo pourra ainsi demander au groupe Rhône, et ce sur une période définie, de lui racheter sa participation dans Alpine NewCo, dont une partie aura notamment été acquise au titre du présent apport en échange d'actions Eurazeo ;
  - o le prix de cession de cette participation sera déterminé par des évaluateurs tiers « sans prise en compte de décote de minorité ou d'illiquidité »<sup>11</sup> ;
- l'objectif économique des sociétés du groupe, qui nous a été exposé, est de remonter les flux générés par l'activité aux actionnaires à court terme ; à ce titre, bien que la valorisation de l'activité de gestion portée par Rhône Group ait été déterminée par référence à une approche d'actionnaire majoritaire fondée sur l'actualisation des flux, une décote de minorité censée représenter l'absence de pouvoir des actionnaires minoritaires quant à la détermination de la politique de distribution de dividendes ne trouve pas dans ce contexte précis à s'appliquer entièrement ;
- la valeur globale de l'apport ne tient pas compte de la valeur de l'avantage fiscal ou *tax amortization benefit* dont pourra bénéficier Eurazeo au titre de l'amortissement fiscal du goodwill généré sur l'opération.

Dans le cadre des opérations préalables, les Parts E Rhône Group apportées à Alpine NewCo n'ont pas donné lieu à valorisation.

## 2.2.2 Valorisation de l'action Eurazeo

Les parties ont décidé de retenir pour valeur réelle de l'action Eurazeo, l'ANR par action ; en tant qu'holding financière, cet agrégat est en effet considéré par le groupe comme un « *indicateur phare* »<sup>12</sup>.

L'ANR d'Eurazeo est déterminé à partir de la situation nette comptable issue des comptes sociaux après prise en compte des plus-values latentes des différentes participations nettes de la fiscalité associée, et ce afin d'intégrer les investissements estimés à leur juste valeur conformément aux recommandations de l'*International Private Equity Valuation Guidelines* (« **IPEV** »).

La méthodologie retenue et les informations financières relatives au calcul de l'ANR font annuellement l'objet d'une attestation par les commissaires aux comptes d'Eurazeo.

---

<sup>11</sup> « *with no minority or illiquidity discount* ».

<sup>12</sup> Document de référence 2016, p.80.

La méthodologie d'estimation de l'ANR au 31 décembre 2017, détaillée dans le document de référence d'Eurazeo, et reprise dans l'Annexe C du traité d'apport, s'appuie principalement sur une évaluation :

- des investissements cotés par référence au cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 derniers jours de bourse au 31 décembre 2017 ;
- des investissements non cotés sur la base d'une estimation de leur valeur d'entreprise par application d'une approche analogique (comparables boursiers et/ou transactionnels) ou le cas échéant d'autres méthodes de valorisation telles que l'actualisation des flux futurs, minorée de la valeur nominale de l'endettement financier net et après prise en compte, le cas échéant, d'une décote de liquidité et de l'impact d'éventuelles dispositions de partage de la valeur avec les autres parties prenantes ;
- des acquisitions récentes (pendant les 12-18 mois suivant la date d'investissement) au coût d'acquisition ajusté des éventuels frais d'acquisition, effets de change, et impacts financiers depuis la date d'acquisition.

Eurazeo recourt à des experts indépendants pour valoriser les lignes suivantes du portefeuille :

- les investissements immobiliers sont valorisés sur la base d'expertises immobilières externes ;
- les valeurs d'entreprise du portefeuille non cotés retenues par Eurazeo (à l'exception des acquisitions récentes et des investissements détenus par Eurazeo PME) ont fait l'objet d'une revue détaillée par un expert indépendant dont les principales diligences ont été :
  - o la réalisation d'entretiens avec les chargés de participation ;
  - o l'analyse de la documentation transmise par Eurazeo notamment les échantillons de comparables boursiers et transactionnels ainsi que les fiches d'évaluation réalisées en interne par Eurazeo pour chaque ligne de participation ;
  - o l'examen des approches mises en œuvre par Eurazeo ;
  - o la mise en œuvre d'une approche multicritères pour chaque participation ;
- le portefeuille d'Eurazeo PME, investi au travers de fonds communs de placement dans l'innovation (« FPCI »), est évalué sur la base de la valeur de ces fonds dont les comptes, présentés à leur juste valeur<sup>13</sup>, et la composition de l'actif, sont respectivement certifiés et attestés par les commissaires aux comptes.

Enfin, le calcul de l'ANR tient compte des effets de dilution pouvant avoir un impact sur la valeur, soit dans le cas présent, les plans de *stock-options* et d'actions gratuites.

---

<sup>13</sup> L'ensemble des instruments financiers et des autres éléments de l'actif et du passif de ces fonds est évalué dans les comptes à leur valeur actuelle.

## 2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties aux actions des sociétés participant à l'opération appelle de notre part les observations suivantes :

- en l'absence d'une part, de cotation des sociétés Rhône Group et Alpine NewCo, et d'autre part, de *pure players* centrés uniquement sur l'activité de gestion et de transactions strictement comparables, la méthode de valorisation fondée sur l'actualisation de flux futurs retenue par les parties à titre préférentiel pour la détermination de la valeur réelle des actions Alpine NewCo est usuelle et adaptée au regard de l'activité de l'entité porteuse des flux économiques, Rhône Group ;
- au regard des caractéristiques de la société Eurazeo et de son activité de holding, la référence à l'ANR pour valoriser l'action Eurazeo nous apparaît justifiée, sachant que le cours de bourse d'Eurazeo reste actuellement proche de l'ANR, la décote sur ANR constatée historiquement s'étant réduite (§ 2.3.3.1).

Dans le cadre de notre mission, nous avons également mis en œuvre des approches complémentaires afin d'analyser, sur la base d'une approche multicritère, la sensibilité du rapport d'échange retenu par les parties à différents paramètres.

Après avoir présenté les critères de valorisation que nous avons considéré inappropriés (§ 2.3.1), nous détaillerons les approches de valorisation que nous avons retenues à titre principal et à titre de recoupement pour déterminer les valeurs relatives attribuées aux actions Alpine NewCo (§ 2.3.2) et d'Eurazeo (§ 2.3.3).

### 2.3.1 Approches d'évaluation écartées

#### 2.3.1.1 Actif net comptable

Par construction, l'actif net comptable d'Alpine NewCo, société spécialement créée pour les besoins de l'opération et faisant l'objet, préalablement à la présente opération, d'un apport de parts E de Rhône Group pourrait constituer une référence de valorisation pertinente à condition que :

- l'apport à Alpine NewCo des Parts E Rhône Group ait été réalisé à la valeur réelle alors que les documents liés à l'apport à Alpine NewCo ne mentionnent aucune valeur spécifique ;
- la société ait pu, postérieurement à l'apport des Parts E Rhône Group, arrêter ses comptes ; ce qui n'est pas le cas à ce jour, Alpine NewCo n'ayant pas encore atteint la date de clôture de son premier exercice social.

Ces conditions n'étant pas remplies, l'actif net d'Alpine NewCo n'a pas été considéré comme pertinent.

L'actif net comptable, aussi bien social que consolidé d'Eurazeo, ne tenant pas compte de la juste valeur des différentes participations, celui-ci n'a pas été considéré également pertinent pour l'analyse.

Dès lors, nous n'avons pas retenu d'analyse du rapport d'échange par référence à l'actif net comptable des sociétés parties à l'opération.

### 2.3.1.2 *Multiple transactionnels*

La méthode par comparables transactionnels consiste à valoriser une société par référence à des multiples issus d'un échantillon de transactions considérées comme comparables. Nous n'avons pas identifié de transactions, pour lesquelles l'information serait publique, portant sur des sociétés similaires en termes d'activité, de taille, d'implantation géographique à Rhône Group et Eurazeo.

## 2.3.2 **Évaluation des actions Alpine NewCo**

Dans le cadre de nos travaux et après avoir examiné les travaux de valorisation mis en œuvre par la société bénéficiaire de l'apport, avec l'aide de ses conseils financiers, nous avons valorisé Alpine NewCo et plus particulièrement sa filiale Rhône Group en retenant deux approches :

- à titre principal, une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *DCF* (§ 2.3.2.1) ;
- à titre secondaire une approche analogique par référence à des comparables boursiers (§ 2.3.2.2).

### 2.3.2.1 *Approche préférentielle : méthode intrinsèque DCF de Rhône Group*

La valeur d'Alpine NewCo dépend directement de la capacité de Rhône Group à collecter des commissions sur les fonds gérés et donc du montant des fonds levés actuels et futurs ; l'approche intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie constitue l'approche préférentielle pour capter les perspectives futures de développement.

Nous nous sommes appuyés sur le plan prévisionnel établi par la direction du groupe Rhône pour les activités de gestion de fonds investis dans des sociétés ou *Private Equity* et de gestion de fonds investis dans des actifs immobiliers *via* le partenariat conclu avec WeWork.

Nous avons réalisé des analyses de sensibilité de ces prévisions aux principales hypothèses du management qui présentent un caractère incertain, notamment les anticipations de levées de capitaux ainsi que les taux de commissions de gestion perçues sur les fonds futurs.

Nous avons mené une analyse du plan d'affaires couvrant la période 2017 à 2026, fonds par fonds, et nous sommes assurés que les hypothèses définies contractuellement correspondaient aux hypothèses retenues par le management pour établir le plan d'affaires en nous appuyant sur les contrats obtenus ; s'agissant des hypothèses non définies contractuellement nous avons analysé leur cohérence au regard des résultats historiques.

Au-delà des périodes explicites de prévisions, nous avons déterminé une valeur terminale en prenant en compte une hypothèse de croissance perpétuelle des flux.

Les flux prévisionnels de trésorerie, convertis au taux EUR/USD de fin mars 2018 de 1,23, ont été actualisés à un taux reflétant le niveau de risque qui leur est attaché, estimé à partir des données de marché observées à la date de nos travaux.

Dans un premier temps, nous avons estimé le taux d'actualisation des activités sur le marché

français sur la base des éléments suivants :

- taux sans risque : moyenne 12 mois des OAT 10 ans (source: Banque de France) soit 0,8% ;
- beta de l'activité : beta médian de 1,5 estimé à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables dans le secteur de la gestion d'actifs établi en tenant compte du poids relatif du *Private Equity* dans l'actif sous gestion<sup>14</sup> ;
- prime de risque de marché : estimée par nos soins à 7,3%<sup>15</sup> sur la base d'une rentabilité attendue du marché français de 8,1%<sup>16</sup>.

Le taux d'actualisation ainsi estimé sur le marché français a ensuite été complété par la prise en compte :

- du différentiel de risque pays entre la France et les États-Unis estimé à (0,3)% : le risque de chacun de ces pays a été établi<sup>17</sup> à partir de son risque de crédit déterminé par référence au *spread* de CDS, pondéré par la différence de volatilité du rendement constatée historiquement entre le marché actions et le marché obligataire du pays ; et ceci afin de prendre en compte des risques autres que celui de crédit (liquidité...);
- d'une prime de risque spécifique de 1% pour tenir compte du risque de réalisation associé aux flux du plan d'affaires.

Pour les besoins de la présente analyse, le taux d'actualisation retenu dans le scénario central s'établit ainsi à 12,5%.

L'impôt associé aux flux prévisionnels de trésorerie a été calculé en tenant compte des dernières dispositions fiscales en vigueur aux États-Unis, adoptées en décembre 2017, conduisant à un taux d'impôt moyen actuel de l'ordre de 25,7%<sup>18</sup>, taux retenu pour l'ensemble de la période du plan et la détermination de la valeur terminale.

Les valeurs relatives ressortant de l'approche intrinsèque encadrent dans une fourchette resserrée la valeur de l'apport.

---

<sup>14</sup> Par construction, ce beta peut être considéré comme un haut de fourchette pour valoriser l'activité de gestion de Rhône Group car il tient compte à la fois de l'impact de l'activité de gestion mais également du risque associé à l'activité de *carried interests* (ou revenus sur les plus-values de cession) plus aléatoire que l'activité exclusivement de gestion.

<sup>15</sup> Rentabilité estimée de 8,1% minorée du taux sans risque de 0,8%.

<sup>16</sup> Source : modèle Ledouble.

<sup>17</sup> Approche proposée par A. Damodaran dans le cadre de ses travaux sur l'appréciation du risque pays.

<sup>18</sup> Source : <https://taxfoundation.org/us-corporate-income-tax-more-competitive/> ;

Ce taux moyen :

- correspond au taux fédéral de 21% majoré d'un taux local moyen estimé à partir du taux local de chacun des États pondéré par la population de l'État ;
- s'inscrit dans la fourchette des taux combinés pour chacun des États qui oscille entre 21% et 29,5%.

Comme les parties (§ 2.2.1), dont l'approche nous paraît justifiée, au cas particulier de la présente opération sur Alpine NewCo, nous n'avons pas tenu compte de :

- décote d'illiquidité sur la valorisation DCF de l'activité apportée qui en théorie trouve à s'appliquer pour tenir compte du fait que les activités valorisées ne sont pas cotées alors que les autres paramètres financiers se basent, eux, sur des données de marché ;
- décote de minorité lors de la détermination de la quote-part minoritaire de 25,5% dans la valeur de l'activité globale.

### 2.3.2.2 *Approche de recoupement : méthode analogique par les comparables boursiers de Rhône Group*

La méthode par comparables boursiers consiste à valoriser une société en déterminant un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, notamment en termes de métier, de modèle économique, de taille et d'implantation géographique.

Rappelons que l'activité apportée correspond uniquement à l'activité de gestion de Rhône Group et n'inclut donc pas la part des *carried interests* ou plus-values associées à la surperformance des investissements.

Nous n'avons pas identifié de *pure players* centrés uniquement sur l'activité de gestion et donc strictement comparables à l'activité apportée de Rhône Group. Les comparables boursiers observés sont en effet des acteurs globaux diversifiés dont la capitalisation boursière tient compte à la fois :

- au titre de leur activité de gestion, de leur capacité à lever des fonds et de se faire rémunérer au titre de leur gestion ;
- au titre de l'activité de *carried interests*, de leur capacité à générer des plus-values sur les sorties de portefeuille.

Nous nous sommes appuyés sur les multiples de FRE<sup>19</sup> appliqués par les analystes pour valoriser l'activité de gestion<sup>20</sup> des différentes sociétés comparables composant notre échantillon. Au regard de la forte disparité des multiples des différents acteurs, cette approche n'est présentée qu'à titre de recoupement.

Nous avons complété à titre d'information notre analyse par référence au multiple de Price<sup>21</sup>/AUM<sup>22</sup>; l'échantillon de comparables sélectionné regroupant des acteurs diversifiés, leur valorisation boursière tient compte implicitement de leur capacité à générer du rendement sur leurs différentes classes d'actifs, à la fois au titre de leur activité de gestion et de *carried interests*.

Ces valeurs extériorisent un bas de fourchette. En effet, par construction, elles s'appuient sur des agrégats à court terme qui ne tiennent pas compte du potentiel de développement de l'activité associée à WeWork et de l'impact de la levée des fonds futurs. Comme les parties, dont nous partageons l'analyse, nous n'avons pas tenu compte de décote de taille ou d'illiquidité sur les multiples ainsi établis pour Rhône Group.

<sup>19</sup> FRE: *Fee Related Earnings (after tax)*.

<sup>20</sup> Hors activité de *carried interests*.

<sup>21</sup> Capitalisation boursière moyenne 1 mois non pondérée par les volumes au 29 mars 2018 (*source : Bloomberg*).

<sup>22</sup> AUM: *Assets Under Management*.

## 2.3.3 Évaluation des actions Eurazeo

### 2.3.3.1 Approches préférentielles

#### Méthode intrinsèque ANR

La direction d'Eurazeo n'établit pas de plan d'affaires prévisionnel de flux de trésorerie opérationnels, ni de prévisionnels de dividendes, ce qui ne nous permet pas d'apprécier la valeur d'Eurazeo sur la base d'une actualisation de flux (DCF) et/ou de dividendes (DDM<sup>23</sup>).

Au regard de l'activité d'Eurazeo et en l'absence de plans d'affaires, l'ANR, représentatif d'une approche liquidative du portefeuille, constitue ainsi le critère de valorisation le plus pertinent.

L'attestation des commissaires aux comptes sur la méthodologie retenue et les informations financières relatives au calcul de l'ANR d'Eurazeo au 31 décembre 2017, soit 78,2 euros par action, conclut à une absence d'observation « *sur la concordance des informations comptables utilisées lors de l'élaboration de l'Actif Net Réévalué d'Eurazeo avec la comptabilité et sur la conformité dans tous ses aspects significatifs de leur établissement avec la méthodologie telle que décrite dans la partie 1.5 du Document de Référence 2017* ».

Nos principales diligences sur la revue de l'ANR d'Eurazeo au 31 décembre 2017 ont été les suivantes :

- prise de connaissance générale de la méthodologie d'estimation de l'ANR et des outils utilisés, confortée par des entretiens avec les personnes en charge du calcul de l'ANR ;
- analyse de l'évolution du cours de bourse pour chacune des participations cotées ;
- examen du rapport établi par l'expert indépendant sur les participations non cotées ;
- revue du passage de l'actif net comptable à la valeur réévaluée pour une sélection de lignes de participation ;
- examen de la réconciliation de capitaux propres entre les comptes sociaux et les comptes consolidés d'Eurazeo pour identifier d'éventuels éléments pouvant impacter la valeur de l'ANR ;
- réconciliation avec les comptes sociaux des éléments de besoin en fonds de roulement, de trésorerie et de divers actifs/passifs intégrés dans le calcul de l'ANR.

Nous nous sommes par ailleurs assuré que l'actif net comptable consolidé d'Eurazeo au 31 décembre 2017 était bien inférieur à l'ANR.

---

<sup>23</sup> DDM : *Dividend Discount Model*.

Nous avons complété notre analyse par une estimation de l'ANR d'Eurazeo au 31 mars 2018 sur la base de l'ANR au 31 décembre 2017 ajusté des événements majeurs intervenus sur le premier trimestre 2018 pouvant impacter l'ANR ; il s'agit principalement de :

- la mise à jour de la valorisation du portefeuille coté sur la base des cours de bourse à fin mars 2018 ;
- la cession de l'intégralité de la participation Accor après prise en compte de la fiscalité associée ;
- l'exercice de stock-options.

Sur cette base, nous avons estimé l'ANR d'Eurazeo au 31 mars 2018 à un niveau proche de celui du 31 décembre 2017.

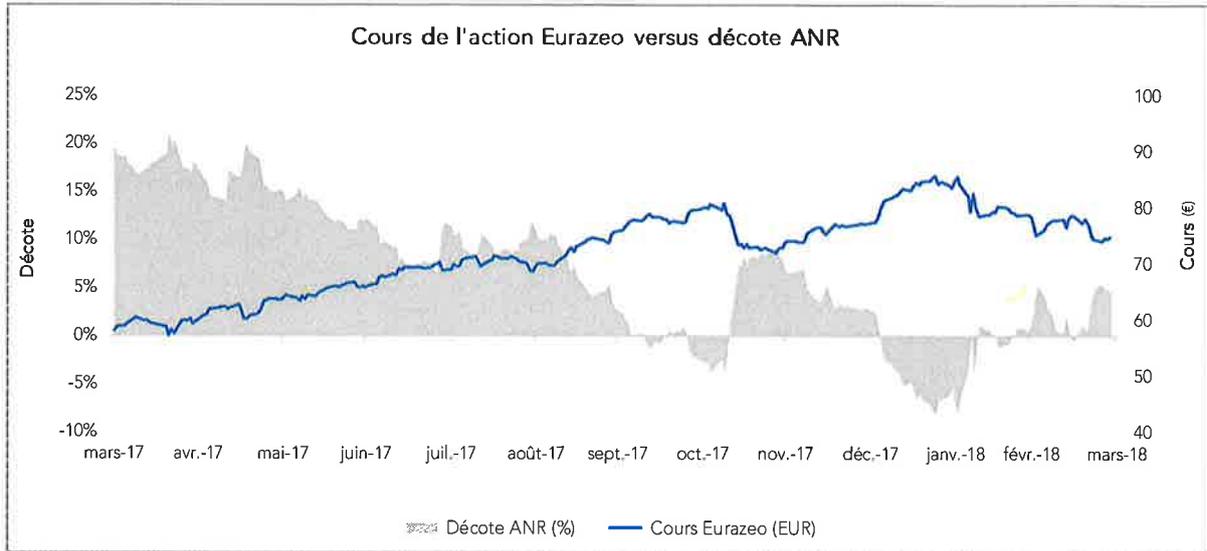
### Cours de bourse

Au regard de la liquidité du titre, le cours de bourse peut être considéré comme un indicateur pertinent de valorisation de l'action Eurazeo ; nous constatons que sur la base d'un flottant de 64,1%<sup>24</sup> du capital au 31 décembre 2017, le volume des titres échangés sur les douze derniers mois représente 88% du flottant.

<b>Eurazeo - Rotation du flottant</b>	
	<b>31-déc.-17</b>
Nombre d'actions	72 315 130
Nombre de titres échangés (12 mois)	40 648 549
Flottant	46 374 937
<b>Flottant (%)</b>	<b>64,1%</b>
<b>Rotation du flottant (%)</b>	<b>88%</b>
<b>Rotation du flottant (années)</b>	<b>1,1</b>

<sup>24</sup> A la date de notre rapport : <https://www.eurazeo.com/fr/la-societe/actionnariat/actionnariat/>

L'évolution du cours de bourse de l'action Eurazeo sur les douze derniers mois mise en parallèle avec l'évolution de la décote d'ANR *spot* estimée par référence à l'ANR publié trimestriellement est la suivante :



Nous observons que la décote historique du cours d'Eurazeo vis-à-vis de l'ANR s'est réduite significativement sur 2018.

La réduction de la décote d'ANR s'explique principalement par le changement d'orientation stratégique d'Eurazeo visant à accélérer son développement dans la gestion pour compte de tiers. En effet, les sociétés spécialisées dans la gestion pour compte de tiers bénéficient d'une moindre décote et s'apprécient plutôt avec une prime.

Nous présentons ci-après les cours moyen pondérés par les volumes (« **CMPV** ») estimés sur la période précédant l'annonce de l'opération du 29 novembre 2017 et à titre d'information, ceux au 29 mars 2018 :

<b>CMPV</b>		
<b>Date de référence</b>	<b>29-nov.-17</b>	<b>29-mars-18</b>
<b>Spot</b>	<b>73,0 €</b>	<b>74,9 €</b>
Moyenne pondérée 1 mois	75,9 €	76,7 €
Moyenne pondérée 2 mois	76,6 €	78,6 €
Moyenne pondérée 3 mois	75,2 €	79,8 €
Moyenne pondérée 6 mois	69,0 €	77,9 €
Moyenne pondérée 12 mois	64,5 €	70,2 €
<b>+ haut 12 mois (spot)</b>	<b>80,3 €</b>	<b>85,8 €</b>
<b>+ bas 12 mois (spot)</b>	<b>48,5 €</b>	<b>56,9 €</b>

### 2.3.3.2 Approches de recoupement

#### Méthode analogique par comparables boursiers

La méthode analogique consiste à valoriser une société en déterminant un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, notamment en termes de métier, de modèle économique, de taille et d'implantation géographique.

Nous avons constitué notre échantillon de sociétés comparables sur la base d'holdings d'investissements françaises cotées et avons privilégié le multiple de Price<sup>25</sup>/ANR<sup>26</sup> du fait du modèle économique d'Eurazeo axé sur la détention de ses participations en direct. Notons que l'échantillon retenu extériorise une décote d'ANR significative alors que celle d'Eurazeo tend à disparaître (§ 2.3.3.1) ; la valeur d'Eurazeo ainsi obtenue par cette approche est donc représentative d'un bas de fourchette.

La taille et la liquidité des titres d'Eurazeo nous conduisent à ne pas retenir de décote de taille ou d'illiquidité sur les multiples ainsi déterminés.

#### Consensus d'analystes

Le titre Eurazeo est suivi par des analystes dont nous avons analysé les dernières recommandations formulées en termes de cours cible<sup>27</sup>.

Cours cible		
Analystes	Date	Cours cible
SG	26-mars-18	82,6 €
CM-CIC	23-mars-18	70,0 €
AlphaValue	22-mars-18	68,4 €
Kepler Chevreux	9-mars-18	75,0 €
Oddo	21-déc.-17	75,0 €
HSBC	30-nov.-17	72,0 €
GS	15-sept.-17	82,0 €
Exane	6-sept.-17	73,0 €
<b>Médiane</b>		<b>74,0 €</b>
<b>Moyenne</b>		<b>74,8 €</b>

<sup>25</sup> Capitalisation boursière moyenne 1 mois pondérée par les volumes au 29 mars 2018 (source : Bloomberg).

<sup>26</sup> Dernier ANR publié.

<sup>27</sup> Source : Bloomberg.

### **3 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**

#### **3.1 Méthodes retenues par les parties pour déterminer la rémunération de l'apport**

À l'issue de leur analyse (§ 2.2), les parties ont déterminé le nombre d'actions Eurazeo à émettre en rémunération de l'apport en privilégiant :

- pour la société Alpine NewCo, une valeur déterminée par référence à l'approche détaillée *supra* (§ 2.2.1) ;
- pour la société Eurazeo, la référence à son ANR.

Sur cette base, les parties ont prévu de retenir une parité consistant à émettre, en rémunération de l'apport des titres Alpine NewCo, un total de 2.000.000 actions Eurazeo.

#### **3.2 Diligences effectuées**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération de l'apport.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux, précédemment décrits (§ 2.3), à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres apportés et aux actions de la société bénéficiaire.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée en considérant la levée des conditions suspensives exposées ci-avant § 1.4.2.

#### **3.3 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**

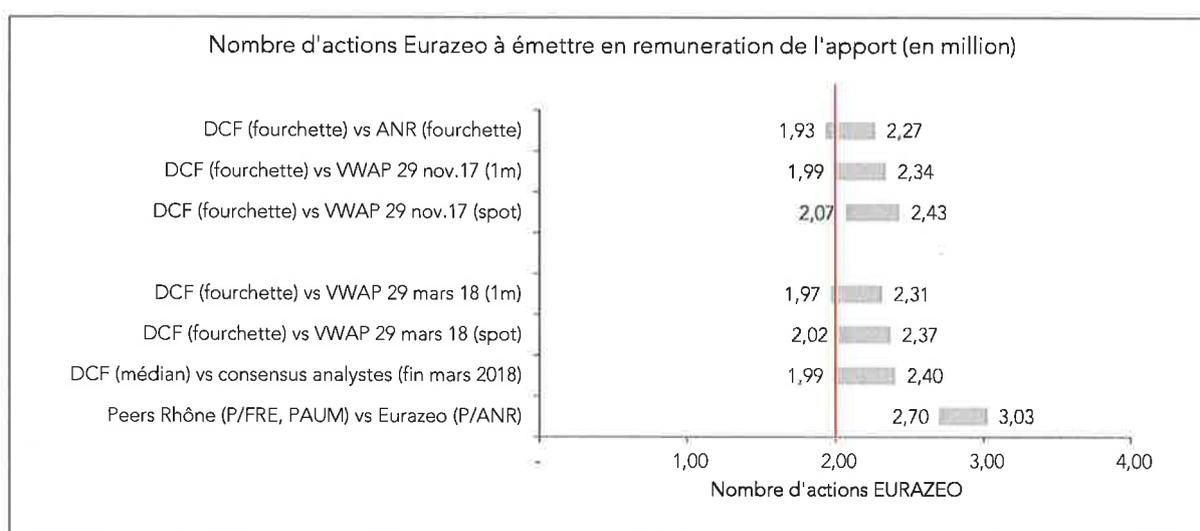
Afin d'apprécier la rémunération retenue par les parties, nous avons déterminé le nombre d'actions Eurazeo à émettre en rémunération de l'apport, en considérant une fourchette intégrant les différentes valeurs obtenues en application d'approches d'évaluation multicritères.

Dans le cas présent où les titres apportés non cotés sont rémunérés par des actions d'une société cotée, nous avons tenté de mettre en perspective des valeurs relatives déterminées sur la base de méthodes de valorisation homogènes pour déterminer les fourchettes de parité.

Les analyses suivantes de parité ont été menées :

Appréciation de la parité	
Alpine NewCo	Eurazeo
<b>Approches préférentielles</b>	
DCF	ANR
DCF	Cours de bourse pré-annonce
<b>Approches de recoupement</b>	
DCF	Cours de bourse 29 mars 2018
DCF	Consensus analystes
Comparables boursiers	Comparables boursiers

Les fourchettes du rapport d'échange ainsi obtenues sont les suivantes :



Il est observé que :

- la parité retenue conduisant à émettre 2.000.000 actions Eurazeo en rémunération de l'apport s'inscrit dans les fourchettes de valeurs ressortant de nos approches et n'apparaît donc pas défavorable aux actionnaires actuels d'Eurazeo ;
- les titres Eurazeo émis en rémunération de l'apport seront représentatifs d'environ 2,8%<sup>28</sup> des titres en circulation au 31 mars 2018.

A la date réalisation de l'apport, le patrimoine d'Alpine NewCo, sera composé suite aux opérations préalables détaillées supra (§ 1.3) de 85% des Parts E Rhône Group.

<sup>28</sup> 2.000.000 / 72.315.130 (nombre de titres en circulation au 31 mars 2018).

### 3.4 Conditions suspensives structurantes

La rémunération de l'apport n'appelle pas d'autres commentaires de notre part sous réserve de la levée des conditions suspensives structurantes portant sur :

- la réalisation des opérations préalables à l'apport (§ 1.3) confirmant la substance et la réalité de l'apport ;
- l'acquisition simultanée par Alpine NewCo de 15% des Parts E Rhône Group permettant à Alpine NewCo d'en détenir la totalité et de bénéficier pleinement des droits financiers et politiques qui y sont attachés.

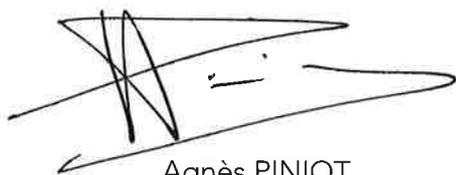
Nous rappelons qu'à défaut de levées de ces conditions, la valeur retenue pour Alpine NewCo telle qu'analysée ci-avant § 2.3.2, et reprise pour la présentation du rapport d'échange serait remise en cause.

## 4 Conclusion

Sur la base de nos travaux, à la date du présent rapport, en considérant la levée des conditions suspensives structurantes pour la rémunération de l'apport (§ 3.4), nous sommes d'avis que la rémunération de l'apport des titres Alpine NewCo, arrêtée par les parties et conduisant à émettre 2.000.000 actions Eurazeo, présente un caractère équitable.

Paris, le 12 avril 2018

Les commissaires aux apports



Agnès PINIOT



Jacques POTDEVIN

Commissaires aux comptes  
Membres de la Compagnie Régionale de Paris