

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



EN REPONSE

AL'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE A TITRE PRINCIPAL

ASSORTIE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE A TITRE SUBSIDIAIRE

INITIEE PAR

TIKEHAU CAPITAL



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 9 janvier 2017. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

Avis important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de Salvepar (www.salvepar.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires de ce projet de note en réponse peuvent également être obtenus sans frais et sur simple demande auprès de :

Salvepar
32, rue de Monceau
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Salvepar seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	7
3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SALVEPAR	8
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SALVEPAR	14
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES....	14
6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	15
7. ÉLÉMENTS CONCERNANT SALVEPAR SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	16
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	23
9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	23
ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	24

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, la société Tikehau Capital, société en commandite par actions au capital de 735.858.300 euros à la date du présent projet de note en réponse, dont le siège social est situé 32, rue de Monceau – 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 477 599 104 RCS Paris (« **Tikehau Capital** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux titulaires d'actions ordinaires ainsi qu'aux porteurs d'ORNANE (Obligations à Option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes) de la société Salvepar, société anonyme à conseil d'administration au capital de 59.657.192 euros à la date du présent projet de note en réponse, dont le siège social est situé 32, rue de Monceau – 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 552 004 327 RCS Paris (« **Salvepar** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions ordinaires Salvepar et/ou leurs ORNANE, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

1.1 Titres visés par l'Offre

Le projet d'Offre porte sur :

- la totalité des actions ordinaires de Salvepar admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») (Compartiment B) sous le code ISIN FR0000124356, non détenues à ce jour par l'Initiateur, soit 3.070.266 actions ordinaires à la date du présent projet de note en réponse (les « **Actions Salvepar** »), dont 5.047 Actions Salvepar auto-détenues par la Société au 6 janvier 2017 ; et
- la totalité des ORNANE de Salvepar admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0012719656, non détenues à ce jour par l'Initiateur, soit 1.394.440 ORNANE à la date du présent projet de note en réponse (les « **ORNANE Salvepar** »). Les principales caractéristiques des ORNANE Salvepar sont décrites à l'article 2.2 du projet de note d'information de l'Initiateur.

Dans l'hypothèse où des porteurs d'ORNANE Salvepar exerceraient leur droit à attribution d'actions avant la clôture de l'Offre et où Salvepar remettrait des actions nouvelles Salvepar, ces actions nouvelles portant jouissance courante, assimilables aux Actions Salvepar, seraient également visées par l'Offre, soit un nombre maximum de 1.429.301 actions nouvelles Salvepar à la date du présent projet de note en réponse.

A la date du présent projet de note en réponse, Tikehau Capital détient, directement ou indirectement, seule ou de concert :

- 4.386.863 actions ordinaires de Salvepar ;
- 10 actions de préférence de catégorie 1 et 10 actions de préférence de catégorie 2 de Salvepar, soit l'intégralité des actions de préférence émises par Salvepar ; et
- 1.039.437 ORNANE Salvepar.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2 Termes de l'Offre

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

Au titre de l'offre publique d'échange simplifiée à titre principal (l'« **Offre Publique d'Echange Principale** »), l'Initiateur offre, à titre principal :

- aux actionnaires de la Société, d'échanger les Actions Salvepar qu'ils détiennent contre des actions Tikehau Capital à émettre, selon une parité d'échange de 2,6333 actions Tikehau Capital à émettre pour une (1) Action Salvepar (la « **Parité d'Echange Applicable aux Actions** »), et
- aux porteurs d'ORNANE Salvepar, d'échanger les ORNANE Salvepar qu'ils détiennent contre des ORNANE Tikehau Capital à émettre, selon une parité d'échange d'une (1) ORNANE Tikehau Capital à émettre pour une (1) ORNANE Salvepar.

Au titre de l'offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire (l'« **Offre Publique d'Achat Subsidiaire** »), l'Initiateur offre, à titre subsidiaire :

- aux actionnaires de la Société, d'acquérir les Actions Salvepar qu'ils détiennent, au prix de 55,30 euros par Action Salvepar,
- aux porteurs d'ORNANE Salvepar, d'acquérir les ORNANE Salvepar qu'ils détiennent au prix de 61,63 euros par ORNANE Salvepar, augmenté du coupon couru non échu calculé au prorata du nombre de jours écoulés entre (i) la dernière date de détachement du coupon¹ et (ii) la date de règlement-livraison de l'Offre (le « **Coupon Couru** »)².

Il est précisé que les actionnaires de Salvepar qui apporteront leurs Actions Salvepar à l'Offre Publique d'Echange Principale auront droit à un nombre d'actions Tikehau Capital à émettre égal au produit du nombre d'Actions Salvepar apportées et de la Parité d'Echange Applicable aux Actions ; il est précisé que les fractions d'actions Tikehau Capital formant rompus feront l'objet d'une indemnisation en numéraire conformément à l'article 2.5 du projet de note d'information de l'Initiateur.

Compte tenu des engagements d'apport à l'Offre Publique d'Echange Principale reçus par l'Initiateur et de la décision du Conseil d'administration de la Société d'apporter les Actions Salvepar auto-détenues à l'Offre Publique d'Echange Principale (voir les articles 5 et 6 du présent projet de note en réponse), le nombre total d'Actions Salvepar et d'ORNANE Salvepar susceptibles d'être apportées à l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire est limité à 392.128 Actions Salvepar et à 423.880 ORNANE Salvepar.

L'Offre est soumise à la condition de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Tikehau Capital (i) de la résolution relative à l'augmentation du capital social de Tikehau Capital nécessaire pour permettre l'émission des actions Tikehau Capital à remettre en échange des Actions Salvepar apportées à l'Offre Publique d'Echange Principale et (ii) de la résolution relative à l'émission des ORNANE Tikehau Capital à remettre en échange des ORNANE Salvepar apportées à l'Offre Publique d'Echange Principale.

¹ Il est précisé que, tel qu'indiqué à l'article 2.2 du projet de note d'information de l'Initiateur, les ORNANE Salvepar portent intérêt au taux nominal de 1,625 %, payable semestriellement à terme échu le 1^{er} janvier et le 1^{er} juillet de chaque année.

² Le montant du Coupon Couru sera communiqué au marché dans l'avis de l'AMF relatif au résultat de l'Offre et, le cas échéant, dans l'avis de l'AMF relatif à la mise en œuvre du retrait obligatoire, ainsi que dans l'avis d'Euronext relatif au résultat et au règlement-livraison de l'Offre et, le cas échéant, dans l'avis d'Euronext relatif à la mise en œuvre du retrait obligatoire. Sur la base d'un règlement-livraison de l'Offre en date du 2 mars 2017, tel qu'indiqué dans le calendrier indicatif figurant à l'article 2.1.4 du projet de note d'information de l'Initiateur, le montant du Coupon Couru s'élèverait à 0,16 euro.

Dans le cas où, pour quelque raison que ce soit la condition prévue par le présent article n'était pas satisfaite, l'Offre serait caduque et les Actions Salvepar et ORNANE Salvepar apportées à l'Offre seraient restituées à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité, ni aucun autre paiement ne leur soit dû.

1.3 Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La centralisation des ordres d'apport des Actions Salvepar et des ORNANE Salvepar à l'Offre sera réalisée par Euronext Paris.

L'Offre est présentée par BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, agissant en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les Actions Salvepar et/ou, le cas échéant, les ORNANE Salvepar non apportées à l'Offre, si les conditions étaient réunies.

La mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les Actions Salvepar serait possible dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de Salvepar à l'issue de l'Offre.

L'Initiateur a obtenu de certains actionnaires de Salvepar des engagements d'apport à l'Offre portant sur 2.913.034 Actions Salvepar représentant 39,06 % du capital de Salvepar à la date du présent projet de note en réponse (voir l'article 6 du présent projet de note en réponse). Par ailleurs, le Conseil d'administration de Salvepar a décidé d'apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale les Actions Salvepar détenues en propre dans le cadre d'un contrat de liquidité, soit 5.047 Actions Salvepar au 6 janvier 2017 (voir l'article 5 du présent projet de note en réponse).

Le nombre d'actions ordinaires de Salvepar détenu par l'Initiateur préalablement à l'Offre, augmenté desdits engagements d'apport à l'Offre et des Actions Salvepar auto-détenues, représente plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société.

La mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les ORNANE Salvepar serait possible dans le cas où les Actions Salvepar non apportées à l'Offre et les actions ordinaires Salvepar susceptibles d'être émises suite à l'exercice éventuel du droit à l'attribution d'actions des ORNANE Salvepar non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 5% de la somme des actions ordinaires Salvepar et des actions ordinaires Salvepar susceptibles d'être créées du fait de l'exercice éventuel du droit à l'attribution d'actions des ORNANE de Salvepar.

Dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire, les actionnaires de Salvepar et/ou les porteurs d'ORNANE Salvepar recevront, à titre d'indemnité, le même prix que celui offert dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Subsidaire, soit respectivement 55,30 euros par Action Salvepar et 61,63 euros par ORNANE Salvepar augmenté du Coupon Couru (éventuellement ajusté conformément à l'article 2.4 du projet de note d'information).

1.4 Nombre et caractéristiques des actions Tikehau Capital à émettre dans le cadre de l'Offre

Sous réserve du mécanisme d'ajustement prévu à l'article 2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et dans l'hypothèse où toutes les Actions Salvepar, à l'exception de celles faisant l'objet d'un engagement d'apport à l'Offre Publique d'Achat Principale, seraient apportées à l'Offre Publique d'Echange Principale, le nombre total d'actions Tikehau Capital pouvant être émises dans le cadre de l'Offre Publique d'Echange Principale est de 7.453.090 nouvelles actions Tikehau Capital, ayant une valeur nominale de douze (12) euros chacune et portant jouissance courante.

Les actions Tikehau Capital émises en rémunération de l'Offre sont des actions ordinaires de Tikehau Capital, de même catégorie que les actions ordinaires Tikehau Capital existantes. Elles seront assimilées aux actions Tikehau Capital existantes et donneront droit, à compter de leur date d'émission, au paiement de tous dividendes ou de toutes autres distributions, ainsi qu'au boni de liquidation proportionnellement à la fraction du capital social qu'elles représentent. Chaque action Tikehau Capital donne à son porteur un droit de vote lors de toute assemblée générale de Tikehau Capital.

A compter de leur admission aux négociations sur Euronext Paris, aucune stipulation des statuts de Tikehau Capital ne limitera la négociabilité des actions Tikehau Capital.

Les actions Tikehau Capital, y compris celles émises dans le cadre de l'Offre, feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur Euronext Paris. Les actionnaires de Salvepar ayant apporté leurs Actions Salvepar à l'Offre Publique d'Echange Principale auront la possibilité de négocier leurs actions Tikehau Capital sur Euronext Paris à l'issue des opérations de règlement-livraison de l'Offre.

Le nombre, l'origine et les caractéristiques des actions Tikehau Capital à émettre dans le cadre de l'Offre sont plus amplement détaillés dans l'article 3 du projet de note d'information de l'Initiateur « *Nombre, origine et caractéristiques des actions Tikehau Capital à émettre dans le cadre de l'Offre* ».

1.5 Nombre et caractéristiques des ORNANE Tikehau Capital à émettre dans le cadre de l'Offre

Dans l'hypothèse où toutes les ORNANE Salvepar visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre Publique d'Echange Principale, il pourra être émis au maximum 1.394.440 ORNANE Tikehau Capital, d'une valeur nominale unitaire de 61,63 euros.

Les ORNANE Tikehau Capital, y compris celles émises dans le cadre de l'Offre, feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris.

Le nombre, l'origine et les caractéristiques des ORNANE Tikehau Capital à émettre dans le cadre de l'Offre sont plus amplement détaillés dans l'annexe au projet de note d'information de l'Initiateur « *Modalités des ORNANE Tikehau Capital* ».

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'offre

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre des diverses opérations de reclassement de titres, et de simplification de la structure actionnariale et de la gouvernance de Tikehau Capital et de son groupe (Tikehau Capital, ses filiales consolidées, succursales et participations prises dans leur ensemble étant ci-après dénommées le « **Groupe Tikehau Capital** »).

Le Groupe Tikehau Capital est un groupe de gestion d'actifs et d'investissement diversifié fondé en 2004, qui a connu une croissance rapide, et compte 9,6 milliards d'euros d'actifs sous gestion et 1,5 milliard d'euros de fonds propres³. Le Groupe Tikehau Capital comprend environ 170 associés et collaborateurs, répartis dans 5 bureaux à travers le monde (Paris, Londres, Bruxelles, Milan et Singapour).

La stratégie de croissance du Groupe Tikehau Capital s'est appuyée sur deux piliers :

- l'investissement en capital, à travers l'Initiateur et Salvepar ; et
- la gestion d'actifs, à travers (i) Tikehau Investment Management, société de gestion d'actifs du Groupe Tikehau Capital qui exerce des activités de dette privée, d'investissement immobilier, de gestion obligataire et de gestion diversifiée et actions, et (ii) Tikehau Capital Europe, société de gestion de portefeuille qui gère les activités de CLO (*Collateralized Loan Obligations*) du Groupe Tikehau Capital, tel que présenté dans le Document de Base (tel que ce terme est défini au présent article) du Groupe Tikehau Capital.

Le Groupe Tikehau Capital a réalisé fin 2016 des opérations de réorganisation, dont l'Offre est une nouvelle étape et doit aboutir à l'admission des titres de l'Initiateur aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris dans les conditions définies par le projet de note d'information de l'Initiateur. Ces opérations visent à répondre à quatre objectifs principaux : (i) regrouper les métiers du Groupe Tikehau Capital pour améliorer la visibilité et la compréhension de son modèle et notamment faciliter son développement à l'international, (ii) promouvoir une taille critique, (iii) gagner en efficacité opérationnelle, et (iv) améliorer l'accès aux marchés de capitaux.

Des informations complémentaires relatives aux objectifs et à la stratégie future du Groupe Tikehau Capital ainsi qu'aux opérations de réorganisation préalables figureront dans le document de base relatif à l'admission aux négociations des actions Tikehau Capital et ORNANE Tikehau Capital qui est actuellement en cours de revue par l'AMF et sera enregistré par l'AMF préalablement à la décision de conformité de l'Offre (le « **Document de Base** »).

L'Offre n'est pas soumise à l'autorisation d'une quelconque autorité de concurrence.

2.2 Motifs de l'Offre et avantages de l'opération

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur deviendra la société mère cotée du Groupe Tikehau Capital.

Dans sa nouvelle configuration, le Groupe Tikehau Capital présentera de nombreux atouts concurrentiels :

- une équipe de management ayant des intérêts alignés avec ses actionnaires et investisseurs, étant donné que le management sera le premier actionnaire de Tikehau Capital ;

³ Données pro forma de la réalisation de l'Offre.

- un réseau d'investisseurs et de partenaires, le Groupe Tikehau Capital ayant déjà des relations privilégiées avec des investisseurs de premier plan ;
- un bilan solide, permettant d'accroître les actifs sous gestion auprès de tiers et de saisir des opportunités ; et
- une équipe de premier plan, avec un track record reconnu dans la gestion alternative.

Il est prévu que l'allocation du bilan de l'Initiateur post-Offre s'effectue au travers de trois axes :

- l'investissement dans le développement des plateformes d'investissement du Groupe Tikehau Capital ;
- l'investissement dans les véhicules gérés par le Groupe Tikehau Capital et le co-investissement avec ces derniers ; et
- des investissements opportunistes en dehors de ses plateformes et de ses lignes de métier pour rechercher les meilleures sources de création de valeur.

Postérieurement à la réalisation de l'Offre, il est prévu d'intégrer complètement le portefeuille d'investissements de Salvepar à celui, plus large, de Tikehau Capital.

Un des enjeux à terme pour la direction est également de développer une meilleure liquidité et un statut boursier renforcé.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SALVEPAR

3.1 Constitution d'un comité ad hoc au sein du Conseil d'administration

Afin de se conformer aux meilleures pratiques en termes de gouvernance, le Conseil d'administration a décidé, conformément à la recommandation AMF n° 2006-15, à l'article R.225-29 alinéa 2 du Code de commerce et à l'article 6 du Règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société, de constituer un comité *ad hoc* dont la mission est de superviser les travaux de l'expert indépendant à désigner en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

A l'issue de ses travaux, le comité a présenté ses conclusions au Conseil d'administration de la Société qui les a prises en considération dans son avis motivé.

3.2 Avis motivé adopté par le Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 6 janvier 2017, à 15 heures, afin d'examiner le projet d'Offre et de donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Sur 13 membres en fonction et 2 censeurs, étaient présents ou représentés à cette réunion 11 administrateurs et 2 censeurs, à savoir :

- Monsieur Christian de Labriffe, Président – Directeur Général
- Madame Florence Bellon, Administrateur

- Monsieur Mathieu Chabran, représentant permanent de Tikehau Capital Advisors, Administrateur
- Monsieur Olivier Decelle, Administrateur
- Monsieur Antoine Flamarion, représentant permanent de Tikehau Capital, Administrateur
- Monsieur Stéphane Cadieu, représentant permanent de Suravenir, Administrateur
- Monsieur Christian Parente, Administrateur
- Madame Fanny Picard, Administrateur
- Madame Constance de Poncins, Administrateur
- Monsieur Guillaume Werner, Administrateur
- Monsieur Roger Caniard, représentant permanent de MACSF épargne retraite, Administrateur, ayant donné pouvoir à Monsieur Christian de Labriffe
- Monsieur Vincent Favier, Censeur
- Monsieur Gérard Higuinen, Censeur

Messieurs Antoine Flamarion (représentant permanent de Tikehau Capital), Mathieu Chabran (représentant permanent de Tikehau Capital Advisors), Guillaume Werner et Madame Florence Bellon se sont abstenus de participer aux délibérations du Conseil au stade des discussions relatives à l'avis motivé et de prendre part au vote relatif à l'avis motivé. Sur proposition du Président, le Conseil d'administration les a autorisés à participer à la présentation et l'analyse de l'Offre, afin qu'ils puissent intervenir sur les termes et les objectifs de l'Offre ainsi que sur la présentation des intentions de l'Initiateur.

L'avis motivé suivant du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration participant au vote, incluant tous les membres indépendants.

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

« 2.1. Analyse de l'Offre »

Le Conseil d'administration prend acte des modalités de l'Offre et des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information, et relève notamment que :

➤ *l'Offre, qui sera ouverte pendant 15 jours de négociation, porte sur :*

- *la totalité des actions ordinaires de Salvepar admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») (Compartiment B) sous le code ISIN FR0000124356, non détenues à ce jour par l'Initiateur, soit 3.070.266 actions ordinaires à la date du présent Conseil d'administration (les « **Actions Salvepar** »), dont 5.027 Actions Salvepar auto-détenues par la Société au 5 janvier 2017 ; et*
- *la totalité des ORNANE de Salvepar admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0012719656, non détenues à ce jour par l'Initiateur, soit 1.394.440 ORNANE à la date du présent Conseil d'administration (les « **ORNANE Salvepar** »).*

Dans l'hypothèse où des porteurs d'ORNANE Salvepar exerceraient leur droit à attribution d'actions avant la clôture de l'Offre et où Salvepar remettrait des actions nouvelles Salvepar, ces actions nouvelles portant jouissance courante, assimilables aux Actions Salvepar, seraient également visées par l'Offre.

➤ *au titre de l'offre publique d'échange simplifiée à titre principal (l'« **Offre Publique d'Echange Principale** »), l'Initiateur offre :*

- *aux actionnaires, d'échanger les Actions Salvepar qu'ils détiennent contre des actions Tikehau Capital à émettre selon une parité d'échange de 2,6333 actions Tikehau Capital à émettre pour une 1 Action Salvepar, et*
 - *aux porteurs d'ORNANE Salvepar, d'échanger les ORNANE Salvepar qu'ils détiennent contre des ORNANE Tikehau Capital à émettre, selon une parité d'échange d'une (1) ORNANE Tikehau Capital à émettre pour une (1) ORNANE Salvepar.*
- *au titre de l'offre publique d'achat simplifiée à titre subsidiaire (l' « **Offre Publique d'Achat Subsidiaire** »), l'Initiateur offre, à titre subsidiaire :*
- *aux actionnaires de la Société, d'acquérir les Actions Salvepar qu'ils détiennent, au prix de 55,30 euros par Action Salvepar,*
 - *aux porteurs d'ORNANE Salvepar, d'acquérir les ORNANE Salvepar qu'ils détiennent au prix de 61,63 euros par ORNANE Salvepar, augmenté du coupon couru non échu calculé au prorata de nombre de jours écoulés entre (i) la dernière date de détachement du coupon et (ii) la date de règlement-livraison de l'Offre.*
- *dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de Salvepar à l'issue de l'Offre, il procédera au retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »), étant précisé que Tikehau Capital a d'ores et déjà obtenu des autres principaux actionnaires de la Société des engagements d'apport à l'Offre qui lui permettront de procéder à un Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre.*

Ainsi :

- *MACSF épargne retraite s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar et des ORNANE Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 758.997 Actions Salvepar et 659.024 ORNANE Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar et ORNANE Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *MACIF s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 667.367 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *Suravenir s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar et des ORNANE Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 588.997 Actions Salvepar et 311.536 ORNANE Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar et ORNANE Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *Neuflize Vie s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 216.199 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *FGAO s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement*

d'apport, soit 222.555 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;

- *CARAC s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 161.801 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *Tikehau Capital Advisors s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 57.175 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*
- *Compagnie Lebon s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Achat Subsidaire la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 239.943 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen ;*

De ce fait, Tikehau Capital sera assuré de détenir 97,89% du capital de la Société à l'issue de l'Offre ;

➤ *l'Initiateur a déclaré que :*

- *le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre des diverses opérations de reclassement de titres, et de simplification de la structure actionnariale et de la gouvernance de Tikehau Capital et de son groupe (Tikehau Capital, ses filiales consolidées, succursales et participations prises dans leur ensemble étant ci-après dénommées le « **Groupe Tikehau Capital** ») ;*
- *l'Offre de Tikehau Capital vise à répondre à quatre objectifs principaux : (i) regrouper les métiers du Groupe Tikehau Capital pour améliorer la visibilité et la compréhension de son modèle et notamment faciliter son développement à l'international (ii) promouvoir une taille critique, (iii) gagner en efficacité opérationnelle, et (iv) améliorer l'accès aux marchés de capitaux ;*
- *à l'issue de l'Offre, Tikehau Capital deviendrait la société mère cotée du Groupe Tikehau Capital, un groupe dédié à la gestion d'actifs et opérant sur quatre lignes de métier : (i) la dette privée, (ii) l'immobilier, (iii) l'investissement en capital et (iv) les stratégies liquides ;*
- *dans sa nouvelle configuration, le Groupe Tikehau Capital présentera de nombreux atouts concurrentiels :*
 - *une équipe de management ayant des intérêts alignés avec ses actionnaires et investisseurs, étant donné que le management sera le premier actionnaire de Tikehau Capital ;*
 - *un réseau d'investisseurs et de partenaires, le Groupe Tikehau Capital ayant déjà des relations privilégiées avec des investisseurs de premier plan ;*
 - *un bilan solide, permettant d'accroître les actifs sous gestion auprès de tiers et de saisir des opportunités ; et*

- une équipe de premier plan, avec un track record reconnu dans la gestion alternative ;
- *il est prévu que l'allocation du bilan de l'Initiateur post-Offre s'effectue au travers de trois axes :*
 - *l'investissement dans le développement des plateformes d'investissement du Groupe ;*
 - *l'investissement dans les véhicules gérés par le Groupe et le co-investissement avec ces derniers ; et*
 - *des investissements opportunistes en dehors de ses plateformes et de ses lignes de métier pour rechercher les meilleures sources de création de valeur ;*
- *postérieurement à la réalisation de l'Offre, il est prévu d'intégrer complètement le portefeuille d'investissements de Salvepar à celui, plus large, de Tikehau Capital ;*
- *un des enjeux à terme pour la direction est également de développer une taille critique, une meilleure liquidité et un statut boursier renforcé (à terme) pour le nouvel ensemble ;*
- *l'Offre s'inscrit dans une politique de poursuite et de développement des activités du Groupe Tikehau Capital et n'aura pas en elle-même d'impact sur l'emploi au sein de Salvepar et de ses filiales ;*
- *indépendamment de l'acquisition par Tikehau Capital de plus ou moins de 95% du capital social ou des droits de vote de Salvepar dans le cadre de l'Offre, Tikehau Capital se réserve le droit de procéder à une fusion-absorption de Salvepar à la suite du règlement-livraison de l'Offre ou d'entreprendre d'autres réorganisations au sein de Salvepar.*

Après constatation des éléments visés ci-dessus, le Président invite le Comité ad hoc à présenter le résultat de ses travaux.

Monsieur Geoffroy Renard fait une synthèse du compte-rendu des travaux du Comité ad hoc, qui a été mis à la disposition des Administrateurs. Il indique en particulier que le Comité ad hoc s'est réuni à trois reprises en présence de l'Expert Indépendant, à savoir les 7 novembre, 29 novembre et 15 décembre 2016, et a été assisté dans ses travaux par le conseil juridique de la Société : le cabinet FTPA, représenté par Me. Alexandre Omaggio. Il indique que le Comité ad hoc a également procédé à l'audition de Tikehau Capital lors de sa séance du 15 décembre 2016, en particulier sur sa stratégie.

Une fois cette présentation terminée, le Conseil d'administration prend acte, sur la base de la présentation préparée par l'Expert Indépendant, des principales conclusions de ses travaux, qui sont les suivantes :

- *le prix de l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire sur les Actions Salvepar correspond à l'actif net réévalué (ANR) de Salvepar au 30 septembre 2016, soit 55,30 € par action, il extériorise une prime de +14,1% par rapport au cours de clôture au 30 décembre 2016 ;*

- *la parité de l'Offre Publique d'Echange Principale a été établie sur la base d'une valeur par action Tikehau Capital de 21,0 €, légèrement inférieure à l'ANR au 30 septembre 2016, et qui correspond au prix de rémunération des apports et au prix de l'augmentation de capital de juillet 2016 ;*
- *la parité de l'Offre Publique d'Echange Principale s'établit ainsi à 55,3/21 (environ 2,633) actions Tikehau Capital pour une Action Salvepar, légèrement supérieure à la parité réévaluée au 30 décembre 2016 ;*
- *le prix de l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire sur les ORNANE Salvepar correspond au nominal augmenté du coupon couru non-échu ;*
- *l'ORNANE Tikehau Capital a été structurée afin de répliquer les caractéristiques de l'ORNANE Salvepar, d'où une parité de l'Offre Publique d'Echange Principale de 1/1. La réévaluation des nouvelles ORNANE Tikehau Capital aboutit à une valeur très légèrement supérieure à celle des ORNANE Salvepar ; en conséquence,*
- *« les termes et conditions de l'Offre initiée par Tikehau Capital sur les actions et ORNANE émises par Salvepar sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires et porteurs d'ORNANE. »*

Puis, le Président propose au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur le projet d'Offre. Pour les raisons précédemment indiquées, Messieurs Antoine Flamarion (représentant permanent de Tikehau Capital), Mathieu Chabran (représentant permanent de Tikehau Capital Advisors), et Guillaume Werner et Madame Florence Bellon ne prennent pas part à la délibération ni au vote.

2.2. Avis motivé

A la lumière des éléments visés ci-dessus et, après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, à l'unanimité :

- *constate que l'Offre s'effectue dans un cadre amical, étant rappelé que Tikehau Capital a obtenu des principaux actionnaires de la Société des engagements d'apport à l'Offre lui assurant de détenir 97,89% du capital de la Société à l'issue de l'Offre,*
- *considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, à ceux de ses actionnaires et de ses porteurs d'ORNANE ainsi qu'à ceux de ses salariés,*
- *considère que la l'Offre Publique d'Echange Principale offre l'opportunité aux actionnaires et aux porteurs d'ORNANE qui le souhaitent, d'échanger leurs titres pour ceux de Tikehau Capital qui deviendrait la société mère d'un groupe dédié à la gestion d'actifs et à l'investissement, le nouvel ensemble bénéficierait d'un statut boursier renforcé,*
- *considère que l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix qui se situe dans la fourchette haute d'estimation résultant des critères de valorisation retenus et qui est conforme au dernier actif net réévalué (ANR) par action publié par la Société,*
- *émet, en conséquence, un avis favorable sur l'Offre et recommande, à l'unanimité, aux actionnaires et aux porteurs d'ORNANE de la Société, d'apporter leurs titres à l'Offre, étant précisé, qu'en cas de Retrait Obligatoire, ils recevront à titre d'indemnité le même prix que celui offert dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire, soit*

respectivement 55,30 euros par Action Salvepar et 61,63 euros (augmenté du coupon couru) par ORNANE Salvepar,

- *approuve le projet d'Offre devant être initiée par Tikehau Capital et le projet de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés, ainsi que les termes du Projet de Note en Réponse,*
- *délègue à Monsieur Christian de Labriffe, Président – Directeur Général, tous pouvoirs à l'effet de :*
 - *procéder à toutes modifications sur le projet de Note en Réponse et les informations complémentaires de la Société, qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
 - *finaliser le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Salvepar » ;*
 - *signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre ; et*
 - *plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire, notamment demander la suspension de la cotation des titres de la Société, suspendre le contrat de liquidité, rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre et au Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci. »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SALVEPAR

Monsieur Christian de Labriffe, Monsieur Christian Behaghel, Monsieur Olivier Decelle, Monsieur Antoine Flamarion, Monsieur Gérard Higuinen, Madame Fanny Picard et Monsieur Guillaume Werner ont déclaré chacun avoir l'intention d'apporter leurs Actions Salvepar à l'Offre Publique d'Echange Principale. Ils ont précisé ne pas détenir d'ORNANE.

Suravenir, représentée par Monsieur Stéphane Cadieu, a indiqué avoir l'intention d'apporter ses Actions Salvepar et ses ORNANE à l'Offre Publique d'Echange Principale, et avoir souscrit un engagement d'apport à cet effet.

Tikehau Capital Advisors, représentée par Monsieur Mathieu Chabran, a indiqué avoir l'intention d'apporter ses Actions Salvepar à l'Offre Publique d'Echange Principale, et avoir souscrit un engagement d'apport à cet effet.

MACSF épargne retraite, représentée par Monsieur Roger Caniard, a indiqué avoir l'intention d'apporter ses Actions Salvepar et ses ORNANE à l'Offre Publique d'Echange Principale, et avoir souscrit un engagement d'apport à cet effet.

Compagnie Lebon (via PMV1), représentée par Monsieur Emmanuel Russel, et Monsieur Emmanuel Russel a indiqué avoir l'intention d'apporter leurs Actions Salvepar à l'Offre Publique d'Achat Subsidaire, et avoir souscrit un engagement d'apport à cet effet.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le Conseil d'administration a décidé, lors de sa séance du 6 janvier 2017, d'apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale les Actions Salvepar qu'elle détenait en propre dans le cadre

du contrat de liquidité conclu par la Société avec CM-CIC Securities, soit 5.047 Actions Salvepar au 6 janvier 2017, étant précisé que ce contrat a été suspendu lors du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF.

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception des accords visés ci-après, il n'existe à la connaissance de Salvepar aucun autre accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Aux termes de contrats d'engagement d'apport à l'Offre, certains actionnaires de Salvepar et porteurs d'ORNANE Salvepar ont conclu, avec l'Initiateur, des engagements d'apport à l'Offre aux termes desquels lesdits actionnaires et/ou porteurs d'ORNANE se sont engagés, sous certaines conditions, à apporter à l'Offre l'intégralité des Actions Salvepar et ORNANE Salvepar qu'ils détiennent.

Ainsi :

- MACSF *épargne retraite* s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar et des ORNANE Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 758.997 Actions Salvepar et 659.024 ORNANE Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar et ORNANE Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- MACIF s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 667.367 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- Suravenir s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar et des ORNANE Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 588.997 Actions Salvepar et 311.536 ORNANE Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar et ORNANE Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- Compagnie Lebon (via PMV1) s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Achat Subsidiaire la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 239.943 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- FGAO⁴ s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 222.555 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- Neufilze Vie s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 216.199 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.
- CARAC s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 161.801 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas

⁴ Fonds de Garantie des assurances obligatoires.

échéant, acquérir par la suite par tout moyen.

- Tikehau Capital Advisors s'est engagée à apporter à l'Offre Publique d'Echange Principale la totalité des Actions Salvepar qu'elle détient à la date du contrat d'engagement d'apport, soit 57.175 Actions Salvepar, ainsi que toutes les Actions Salvepar qu'elle pourrait, le cas échéant, acquérir par la suite par tout moyen.

Le tableau ci-dessous récapitule les engagements d'apport portant sur les Actions Salvepar :

Actionnaires ayant conclu un engagement d'apport	Nombre d'Actions Salvepar	% du capital
MACSF épargne retraite	758.997	10,18%
MACIF	667.367	8,95%
Suravenir	588.997	7,90%
Compagnie Lebon (via PMV1)	239.943	3,22%
FGAO	222.555	2,98%
Neuflyze Vie	216.199	2,90%
CARAC	161.801	2,17%
Tikehau Capital Advisors	57.175	0,77%
Total	2.913.034	39,06%

Le nombre d'actions ordinaires de Salvepar détenu par l'Initiateur préalablement à l'Offre (soit 4.386.863 actions ordinaires de Salvepar), augmenté des engagements d'apport d'Actions Salvepar à l'Offre et des Actions Salvepar auto-détenues (qui seront apportées à l'Offre Publique d'Echange Principale – voir l'article 5 du présent projet de note en réponse), s'élève à 7.304.944 actions ordinaires de Salvepar représentant 97,96 % du capital de la Société à la date du présent projet de note en réponse.

Le tableau ci-dessous récapitule les engagements d'apport portant sur les ORNANE Salvepar :

Porteurs d'ORNANE Salvepar ayant conclu un engagement d'apport	Nombre d'ORNANE Salvepar	% d'ORNANE Salvepar
MACSF épargne retraite	659.024	27,08%
Suravenir	311.536	12,80%
Total	970.560	39,88%

Le nombre d'ORNANE de Salvepar détenues par l'Initiateur préalablement à l'Offre (soit 1.039.437 ORNANE de Salvepar), augmenté des engagements d'apport des ORNANE Salvepar à l'Offre, s'élève à un nombre de 2.009.997, représentant 82,58 % des ORNANE de Salvepar à la date du présent projet de note en réponse.

7. ÉLÉMENTS CONCERNANT SALVEPAR SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de Salvepar s'élève à 59.657.192 euros. Les actions de la Société, de huit (8) euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées, sont réparties en trois catégories :

- 7.457.129 actions ordinaires ;
- 10 actions de préférence de catégorie 1 ; et
- 10 actions de préférence de catégorie 2.

Au 6 janvier 2017, le nombre de droits de vote théoriques s'élevait à 10.080.544.

Du fait des dispositions de la Loi Florange, aux termes de laquelle, à compter du 2 avril 2016, les actions ordinaires pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire bénéficient d'un droit de vote, 1.650.310 actions de la Société bénéficiaient d'un droit de vote double et le nombre de droits de vote théoriques de la Société s'élevait à 10.080.544.

Au 6 janvier 2017, à la connaissance de la Société et sur la base des déclarations reçues par elle, le capital social et les droits de vote de Salvepar sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques	Droits de vote exerçables	% de droits de vote exerçables
Tikehau Capital	4.386.863	58,83%	6.027.142	59,79%	6.027.142	59,82%
MACSF épargne retraite	758.997	10,18%	1.517.994	15,06%	1.517.994	15,07%
MACIF	667.367	8,95%	667.367	6,62%	667.367	6,62%
Suravenir	588.997	7,90%	588.997	5,84%	588.997	5,85%
Compagnie Lebon (via PVM1)	239.943	3,22%	454.441	4,51%	454.441	4,51%
FGAO ⁵	222.555	2,98%	222.555	2,21%	222.555	2,21%
Neuflize Vie	216.199	2,90%	216.199	2,14%	216.199	2,15%
CARAC	161.801	2,17%	161.801	1,61%	161.801	1,61%
Tikehau Capital Advisors	57.175	0,77%	57.176	0,57%	57.176	0,57%
Auto-détention	5.047	0,07%	5.047	0,05%		
Public	152.185	2,04%	161.825	1,66%	161.825	1,61%
Total	7.457.129	100,0%	10.080.544	100%	10.075.497	100%

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Salvepar a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuil (article 9 des statuts de Salvepar), en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 2%, 3%, 4% ou 5% du capital social ou des droits de vote de la Société ou, au-delà, tout multiple de 2,5% du capital ou des droits de vote jusqu'à 50%, doit en informer la Société par lettre recommandée avec accusé de réception dans le délai de quatre jours de négociation à compter du franchissement de l'un quelconque de ces seuils.

Cette lettre doit contenir les mêmes informations que celles prévues par le règlement général de l'AMF pour l'obligation de déclaration des seuils légaux.

Le non-respect de cette obligation est sanctionné conformément aux dispositions légales à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires ordinaires, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 2,0% au moins du capital social.

⁵ Fonds de Garantie des assurances obligatoires.

Tout actionnaire est également tenu d'informer la Société dans le délai ci-dessus lorsque sa participation devient inférieure à chacun des seuils susvisés.

Sous réserve de ce qui précède, ces obligations déclaratives sont gouvernées par les mêmes dispositions que celles régissant les obligations légales de déclaration de franchissement de seuils, en ce compris les cas d'assimilation prévus par l'article L.233-9 du Code de Commerce et les articles 233-11 et suivants du règlement général de l'AMF.

Tout actionnaire est également tenu d'informer Salvepar dans le délai ci-dessus lorsque sa participation devient inférieure à chacun des seuils susvisés.

La Société peut à tout moment, conformément aux dispositions légales ou réglementaires en vigueur, demander à l'organisme chargé de la compensation des titres, le nom, la nationalité et l'adresse des détenteurs de titres conférant immédiatement ou à terme le droit de vote dans ses assemblées ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux et les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

Aucune autre restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

7.2.2 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Salvepar (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Salvepar et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Salvepar en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Depuis le 1^{er} janvier 2016, Salvepar a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- Par courrier reçu le 22 juin 2016, Tikehau Capital Advisors a déclaré avoir franchi, en hausse, par l'intermédiaire de Tikehau Capital Partners qu'elle contrôle, le seuil de 2/3 des droits de vote de Salvepar et détenir indirectement, 4.433.396 actions Salvepar représentant 6.073.676 droits de vote, soit 59.45% du capital et 66,69% des droits de vote de Salvepar. Ce franchissement de seuil légal a également fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF (AMF, Décision n°216C1456) ;
- Par courrier reçu le 6 juillet 2016, Tikehau Capital Advisors a déclaré avoir franchi, en baisse, par l'intermédiaire de Tikehau Capital Partners qu'elle contrôle, le seuil de 2/3 des droits de vote de Salvepar et détenir directement et indirectement, 4.434.490 actions Salvepar représentant 6.074.770 droits de vote, soit 59,47% du capital et 61,57% des droits de vote de Salvepar. Ce franchissement de seuil légal a également fait l'objet d'une déclaration auprès de l'AMF (AMF, Décision n°216C1603).

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

La Société a émis 10 actions de préférence 1 (les « **AP1** »), toutes détenues par Tikehau Capital, qui offrent un droit à la désignation de membres du Conseil d'administration.

Le ou les titulaires des AP1 peuvent désigner un tiers des membres du Conseil d'administration de la Société à tout moment. Ce droit s'exerce en assemblée spéciale réunie sur demande d'un titulaire d'AP1. Toutefois, cette faculté cessera automatiquement de s'appliquer si toute personne, agissant seule ou de concert, autre que Tikehau Capital Advisors (« **TCA** »), Tikehau Capital, leurs successeurs ou ayants-droit, ou une personne (i) qui contrôle TCA ou Tikehau Capital, (ii) que TCA ou Tikehau Capital contrôle, (iii) qui est sous contrôle commun avec TCA ou Tikehau Capital ou (iv) qui agit de concert avec TCA ou Tikehau Capital, vient à prendre le contrôle de la Société. Dans le présent paragraphe, la notion de contrôle s'entend au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Sous cette réserve, le ou les administrateurs désignés par le ou les titulaires des AP1 sont soumis à toutes les dispositions des statuts de la Société. Le ou les titulaires des AP1 tiennent compte de ces dispositions ainsi que de toute disposition légale ou réglementaire applicable lorsqu'ils font usage de leur droit de désignation.

Si le nombre d'administrateurs composant le Conseil d'administration n'est pas un multiple de trois, les AP1 donnent droit à la désignation d'un nombre d'administrateurs égal au nombre entier immédiatement supérieur au ratio du nombre d'administrateurs composant le Conseil divisé par trois. Le ou les titulaires des AP1 portent à la connaissance de la Société l'identité des administrateurs qu'ils désignent.

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

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

7.6 Accords entre actionnaires dont Salvepar a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Salvepar, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de Salvepar

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Salvepar est administrée par un Conseil d'administration composé d'un nombre de membres compris entre le minimum et le maximum prévus par la loi.

Les administrateurs sont nommés pour une durée de quatre ans et sont rééligibles.

Lorsqu'un administrateur est nommé, conformément aux dispositions législatives et

réglementaires en vigueur, en remplacement d'un autre, il n'exerce ses fonctions que pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur à la moitié du nombre des administrateurs en exercice. Sous réserve de ce qui est indiqué ci-dessous, en cas de dépassement de la limite ci-dessus, l'administrateur le plus âgé serait réputé démissionnaire d'office.

Le mandat d'un administrateur ne peut excéder une durée maximale de 2 ans à chaque renouvellement, si l'administrateur a dépassé 75 ans. Si l'administrateur doit atteindre 75 ans en cours de mandat, celui-ci devra prendre fin à l'assemblée générale ordinaire annuelle qui suit la date à laquelle l'administrateur atteint 77 ans.

La limite d'âge du président du Conseil d'administration est fixée à 75 ans.

Un dirigeant qui atteint l'âge limite en cours de mandat est maintenu en fonctions jusqu'à la prochaine assemblée générale ordinaire annuelle.

Il en irait de même si, du fait qu'un ou plusieurs administrateurs atteignent l'âge de 70 ans en cours d'exercice, le nombre limite d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans fixé ci-avant se trouvait temporairement dépassé.

Sous réserve des prescriptions légales, le Conseil d'administration pourra procéder à des nominations provisoires de nouveaux administrateurs soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de Salvepar.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote.

A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation et/ou autorisation	AGE	Montant nominal autorisé	Durée de l'utilisation	Utilisation en 2016 (en nominal)
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les titres de la Société	19 mai 2016 10 ^{ème} résolution	10% du capital	18 mois	N/A
Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	19 mai 2016 11 ^{ème} résolution	300 millions d'euros	26 mois	-
Emission avec maintien du droit préférentiel de souscription d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	19 mai 2016 12 ^{ème} résolution	110 millions d'euros	26 mois	-
Emission avec suppression du droit préférentiel de souscription d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre d'offres au public ⁶	19 mai 2016 13 ^{ème} résolution	80 millions d'euros	26 mois	-
Emission avec suppression du droit préférentiel de souscription d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital par placements privés visés au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier ⁶	19 mai 2016 14 ^{ème} résolution	80 millions d'euros et limite légale (à ce jour de 20% du capital social)	26 mois	-
Autorisation consentie au Conseil d'administration, en cas d'émission sans droit préférentiel de souscription, pour fixer le prix d'émission dans la limite de 10% du capital	19 mai 2016 15 ^{ème} résolution	10% du capital social	26 mois	-
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription ⁶	19 mai 2016 16 ^{ème} résolution	Limite légale prévue (à ce jour, 15% de l'émission initiale)	26 mois	-

⁶ Délégation s'imputant sur le plafond global prévu par la 12^{ème} résolution.

Nature de la délégation et/ou autorisation	AGE	Montant nominal autorisé	Durée de l'utilisation	Utilisation en 2016 (en nominal)
Emission avec suppression du droit préférentiel de souscription d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre d'une offre publique d'échange initiée par la Société ⁷	19 mai 2016 17 ^{ème} résolution	80 millions d'euros	26 mois	-
Emission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital ⁷	19 mai 2016 18 ^{ème} résolution	20 millions d'euros et limite légale de 10% du capital social	26 mois	-
Autorisation consentie au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions ordinaires	19 mai 2016 20 ^{ème} résolution	N/A	26 mois	-

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Salvepar

En cas de changement de contrôle de la Société, tout porteur d'ORNANE pourra, à son gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des ORNANE dont il sera propriétaire à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts ou le cas échéant depuis la date d'émission) jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

A la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, Salvepar est déjà contrôlée par Tikehau Capital, il n'existe aucun autre accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les principaux salariés de Salvepar, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

La Société n'a conclu aucun accord avec le Président-Directeur Général, les membres du Conseil d'administration ou les principaux salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont révoqués ou licenciés sans cause réelle et sérieuse selon le cas, ou si leur emploi ou mandat prend fin en raison d'une offre publique.

⁷ Délégation s'imputant sur le plafond global prévu par la 12^{ème} résolution.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport de l'expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration de la Société en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, est intégralement reproduit en annexe du présent projet de note en réponse.

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Christian de Labriffe, Président-Directeur Général

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**Expertise indépendante d'Associés en Finance se prononçant sur
le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique
d'Echange Simplifiée assortie d'une Offre Publique d'Achat
Simplifiée initiée par Tikehau Capital SCA sur les actions ordinaires
et les ORNANE émises par Salvepar**

Le 9 janvier 2017



SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	4
II.	Tikehau Capital : présentation, analyse et stratégie du Groupe	8
II.A.	Historique.....	8
II.B.	Activités du Groupe.....	10
II.C.	Actionnariat de TCA et TC avant Apports.....	11
III.	Salvepar : présentation, analyse et stratégie	12
III.A.	Historique de Salvepar	12
III.B.	Activités de Salvepar.....	12
III.C.	Composition du portefeuille de Salvepar.....	13
III.D.	Actionnariat de Salvepar	15
III.E.	Analyse financière de Salvepar	15
III.F.	Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Salvepar	20
IV.	Tikehau Capital Partners / Tikehau Capital : présentation, analyse et stratégie	21
IV.A.	Transformation de TCP en TC et opérations d'apport	21
IV.B.	Actionnariat de TC et TIM.....	22
IV.C.	Activités de Tikehau Capital	22
IV.D.	Composition du portefeuille de Tikehau Capital	24
IV.E.	Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Tikehau Capital	25
IV.F.	Analyse financière de Tikehau Capital.....	29
V.	Evaluation de Salvepar	34
V.A.	Examen du cours de l'action	34
V.B.	Méthodes écartées pour l'évaluation des actions ordinaires.....	38
V.C.	Méthodes retenues pour l'évaluation des actions ordinaires	39
V.D.	Méthodes retenues pour l'évaluation des actions de préférence	44
V.E.	Transactions récentes sur le capital de Salvepar	46
V.F.	Synthèse de l'évaluation de Salvepar	47
VI.	Evaluation de Tikehau Capital.....	48
VI.A.	Méthodes écartées	48
VI.B.	Méthode retenue : l'Actif Net Réévalué.....	48
VI.C.	Transactions récentes sur le capital de TC	60
VI.D.	Synthèse de l'évaluation de TC	61
VII.	Evaluation des ORNANE émises par Salvepar et des nouvelles ORNANE à émettre par TC.....	63

VII.A.	Caractéristiques des ORNANE	63
VII.B.	Analyse du cours des ORNANE (à titre indicatif)	65
VII.C.	Valorisation intrinsèque des ORNANE avant l'annonce de l'offre	66
VII.D.	Possibilités offertes aux porteurs d'ORNANE au moment de l'Offre.....	68
VII.E.	Synthèse de l'évaluation des ORNANE.....	72
VIII.	Commentaires des travaux de valorisation des banques présentatrices	74
VIII.A.	Evaluation de Salvepar (hors ADP).....	74
VIII.B.	Evaluation des Actions de Préférence.....	76
VIII.C.	Evaluation de Tikehau Capital.....	78
VIII.D.	Evaluation des ORNANE.....	83
IX.	Conclusion de l'expertise indépendante	84
Annexe 1 :	Présentation de l'expert et de la mission	86
Annexe 2 :	Présentation détaillé du modèle Trival®.....	91
	Trival® : modèle de coût des fonds propres	91
	Plan WACC : modèle de coût moyen du capital.....	93

I. Missions et moyens

Contexte

Le 26 octobre 2012, Tikehau Capital Partners (ci-après « **TCP** ») a procédé à l'acquisition de la participation majoritaire de 51,4% du capital de Salvepar (ci-après « **la Société** » ou « **Salvepar** ») détenue par Société Générale. A l'issue du lancement d'une OPAS réglementaire sur le solde des actions, TCP détenait 92,2% du capital et des droits de vote de la Société. Au 6 janvier 2017, après plusieurs augmentations de capital de Salvepar ayant dilué sa participation, TCP détient 58,8% du capital de Salvepar. Le Groupe Tikehau Capital a annoncé le 9 janvier 2017 une simplification de sa structure et le lancement d'une offre publique sur les actions et les ORNANE émises par Salvepar, avec pour ambition le retrait de Salvepar de la cote et son éventuelle fusion-absorption.

Mission d'Associés en Finance

Le 28 octobre 2016, le Conseil d'Administration de Salvepar a mandaté Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1, I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** »).

Conformément aux 261-1 I 1° et 5° du Règlement Général de l'AMF, « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] » notamment lorsque « la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » et « lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée à titre principal assortie d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée à titre subsidiaire (ci-après « **l'Offre** ») initiée par Tikehau Capital SCA (ci-après « **TC** » ou « **l'initiateur** ») sur les actions ordinaires et les Obligations à Option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (ci-après les « **ORNANE** ») émises par Salvepar. L'Offre vise la totalité des actions ordinaires de Salvepar et la totalité des ORNANE non détenues par TC.

Tikehau Capital SCA, initiateur de l'Offre, est le résultat de la transformation de Tikehau Capital Partners (ci-après « **TCP** ») en société en commandite par actions et de son changement de dénomination sociale intervenus le 7 novembre 2016. Son gérant-commandité est Tikehau Capital General Partner, dont Tikehau Capital Advisors (ci-après « **TCA** ») est le seul actionnaire.

Au titre de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée à titre principal (ci-après « **l'OPE** »), TC propose aux actionnaires de Salvepar une parité d'échange de 2,6333 actions TC à émettre pour 1 action Salvepar et aux porteurs d'ORNANE une parité d'échange de 1 ORNANE TC à émettre pour 1 ORNANE Salvepar. Au titre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée à titre subsidiaire (ci-après « **l'OPA** »), TC propose aux actionnaires de Salvepar un prix par action de 55,3 € et aux porteurs d'ORNANE un prix par ORNANE de 61,63 € augmenté du coupon couru non échu à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Des engagements d'apport à l'Offre ont été signés entre les principaux actionnaires de Salvepar et TC, ainsi qu'entre certains porteurs d'ORNANE et TC. Par ces engagements d'Apport, qui s'ajoutent aux actions et ORNANE Salvepar qu'il détient, TC est assuré de détenir à l'issue de l'Offre 98,0% des actions Salvepar (cf. Tableau 1) et 82,6% des ORNANE Salvepar (cf. Tableau 2), soit 94,1% du capital pleinement dilué. Compte tenu des engagements d'apport signés, l'OPA à titre subsidiaire est limitée à 392 128 actions Salvepar et 423 880 ORNANE Salvepar. Le Conseil d'Administration de Salvepar a également décidé d'apporter les 5 047 actions Salvepar auto-détenues à l'OPE.

Tableau 1 : Engagements d'apport à l'Offre signés sur les actions Salvepar

Engagements d'apport à l'Offre sur les actions	OPE / OPA	Nombre d'actions	% du capital
MACSF Epargne Retraite	OPE	758 997	10,2%
SurAvenir	OPE	588 997	7,9%
MACIF	OPE	667 367	8,9%
Compagnie Lebon	OPA	239 943	3,2%
Neufilize	OPE	216 199	2,9%
FGA	OPE	222 555	3,0%
Carac	OPE	161 801	2,2%
TCA	OPE	57 175	0,8%
Total des engagements d'apport		2 913 034	39,1%
Actions détenues par TC avant l'Offre		4 386 863	58,8%
Actions Salvepar auto-détenues		5 047	0,1%
Total des actions détenues par TC à l'issue de l'Offre		7 304 944	98,0%

Source : Société

Tableau 2 : Engagements d'apport à l'Offre signés sur les ORNANE Salvepar

Engagements d'apport à l'Offre sur les ORNANE	OPE / OPA	Nombre d'ORNANE	% des ORNANE
MACSF Epargne Retraite	OPE	659 024	27,1%
SurAvenir	OPE	311 536	12,8%
Total des engagements d'apport		970 560	39,9%
ORNANE détenues par TC avant l'Offre		1 039 437	42,7%
Total des ORNANE détenues par TC à l'issue de l'Offre		2 009 997	82,6%

Source : Société

Conformément à l'article 237-14 du Règlement Général de l'AMF, TC a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions Salvepar et/ou des ORNANE dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre. Compte tenu des engagements d'apport détaillés plus haut, TC devrait être en mesure de procéder au retrait obligatoire des actions Salvepar. Pour procéder au retrait obligatoire des ORNANE, TC devra détenir plus de 95,0% du capital pleinement dilué. Sur le fondement de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport se prononce également sur l'éventuelle mise en place du retrait obligatoire sur les actions et les ORNANE.

Le règlement-livraison de l'Offre, prévu le 2 mars 2017, donnera lieu à la cotation sur Euronext Paris des actions de TC. Les nouvelles ORNANE émises par TC et proposées à l'échange contre les ORNANE Salvepar seront également admises à la cotation.

Préalablement au lancement de l'Offre, des opérations d'apport d'actifs (ci-après « **les Apports** ») ont également été réalisées afin de permettre à TC de détenir la majorité des actifs du Groupe Tikehau. Ces Apports ont été approuvés par le vote de l'Assemblée Générale de TC du 21 décembre 2016.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Arnaud Jacquillat, Directeur Général d'Associés en Finance, ainsi que Pierre Charmion, Manager, Thomas Libs, Associate, Marjory Coustaroux, Analyste, et Arthur Imbert, Analyste. Catherine Meyer, Associée, est en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Indépendance

Associés en Finance¹ confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de Salvepar ou de Tikehau Capital au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, ni Associés en Finance ni Détröyat Associés, ne sont intervenus sur des missions d'expertise indépendante sur des offres publiques dont BNP Paribas ou Crédit Agricole étaient établissements présentateurs depuis l'expertise indépendante sur l'Offre initiée par Vivendi sur SECP en juin 2015 ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Salvepar, le Groupe Tikehau Capital et leurs conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Salvepar ou de Tikehau Capital, et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Salvepar ou de Tikehau Capital pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Salvepar quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Accords préalables à l'Offre

La présente Offre a été précédée de plusieurs opérations sur le capital de TC, ainsi que d'engagements de la part d'actionnaires ou de détenteurs d'ORNANE Salvepar d'apports à l'OPE ou

¹ Cf. présentation de l'expert en Annexe 1

à l'OPA de Tikehau. Associés en Finance a examiné l'ensemble de ces opérations, comme détaillé dans les paragraphes qui suivent et en annexe dans la liste des documents utilisés.

Opérations au niveau de TC

Le lancement de l'Offre a été précédé de plusieurs opérations, dont les principales ont consisté dans les Apports permettant à TC de détenir la majorité des actifs du Groupe Tikehau Capital et dans des augmentations de capital au niveau de TC, TCE et TIM. L'ensemble de ces opérations ont été effectuées à des prix par action cohérents avec les valorisations présentées dans le cadre de l'Offre.

Engagements dans le cadre de l'Offre

Comme indiqué dans les Tableaux 1 et 2, certains actionnaires de Salvepar ou détenteurs d'ORNANE Salvepar se sont engagés à apporter leurs titres, soit à l'OPE, soit à l'OPA. Ces engagements se font aux mêmes prix en numéraire ou aux mêmes parités d'échange que celles proposées aux actionnaires minoritaires ou aux autres détenteurs d'ORNANE Salvepar.

En définitive, sur la base de nos échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse de l'ensemble des documents dont la liste figure en Annexe 1, et des considérations qui précèdent, nous n'avons ainsi pas eu connaissance d'accords qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Salvepar du 28 octobre 2016, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 28 octobre 2016 au 9 janvier 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des informations au 6 janvier 2017.

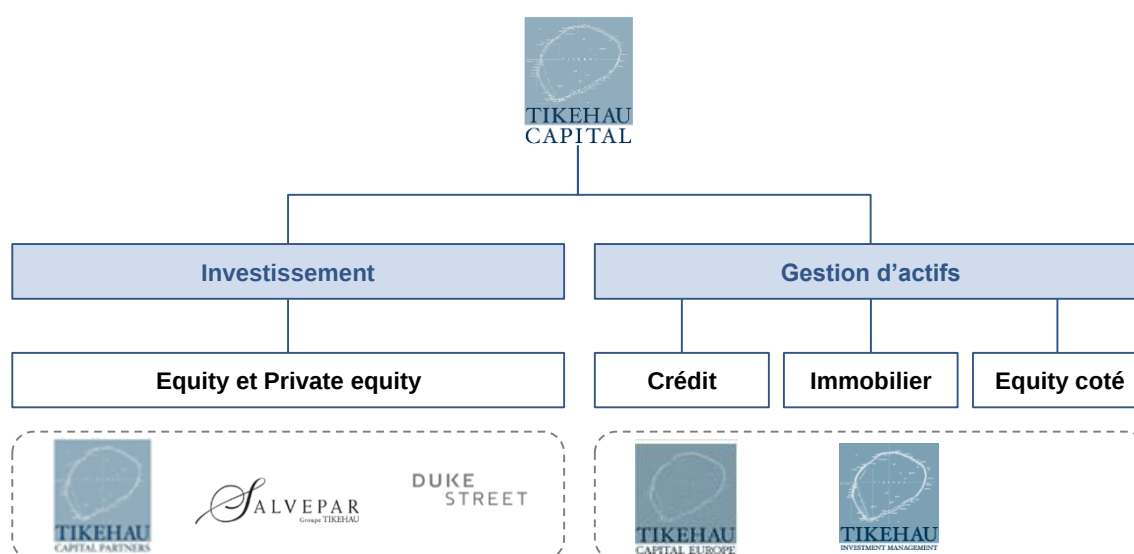
II. Tikehau Capital : présentation, analyse et stratégie du Groupe

NB : dans cette partie, Tikehau désigne l'ensemble du Groupe Tikehau Capital, c'est-à-dire les différentes entités l'ayant composé au cours du temps.

II.A. Historique

Tikehau (ci-après « **Tikehau** » ou « **le Groupe** ») est un groupe d'investissement diversifié dans les secteurs du crédit, de l'*equity* et de l'immobilier, qui déploie parallèlement son capital de façon opportuniste dans différentes classes d'actifs (fonds, portefeuille d'obligations, participations cotées ou non cotées) et zones géographiques (Europe, Asie, Etats-Unis). Le Groupe exerce son activité d'investissement en capital et de gestion d'actifs via différentes plateformes.

Graphique 1 : Organisation du Groupe



Source : Informations publiques

Créée en juin 2004, TCP est une société d'investissement en capital à la gestion opportuniste. Structure historique du Groupe, TCP peut être amenée à investir seule, mais noue également des partenariats avec des co-investisseurs pour les opérations de taille plus importante, comme le rachat de Financière Flo en avril 2006 aux côtés de la Compagnie Nationale à Portefeuille, société d'investissement du groupe Frère-Bourgeois.

En 2006, le Groupe étend son activité à la gestion alternative en créant Tikehau Investment Management (ci-après « **TIM** »), une plateforme d'investissement spécialisée dans les marchés de dette. TIM obtient l'agrément « capital-investissement » de l'AMF l'année suivante et démarre son activité avec le lancement de fonds obligataires. Celle-ci s'exerce alors au travers de mandats de gestion discrétionnaire simples ou dans le cadre de contrats d'assurance-vie.

En 2008, le Groupe s'implante en Asie avec la création de Tikehau Asia, véhicule d'investissement en capital dédié au continent asiatique. Par ailleurs, la BRED entre au capital de TCA, *holding* du Groupe qui exerce également les fonctions de Président de TCP et en assure la gestion opérationnelle et stratégique. Détenue par ses associés, TCA participe activement à l'animation et à la conduite du Groupe.

Dans cette optique, le Management rachète en 2010 les parts détenues dans TCA par la Compagnie Nationale à Portefeuille. En avril, le Crédit Mutuel Arkea acquiert une participation

stratégique de 15% du capital de TIM, lui offrant un nouveau relais de croissance au travers de l'accès au réseau des institutionnels.

Dans l'optique de poursuivre sa croissance par l'extension de son offre à de nouvelles géographies, le Groupe signe en 2011 un partenariat stratégique avec UniCredit, faisant de la banque italienne un investisseur des véhicules de TIM et impliquant la prise d'une participation minoritaire au sein de TCA.

En octobre 2012, TCP réalise une augmentation de capital d'un montant de 39 M€. Puis, TCP rachète la participation majoritaire de Société Générale dans Salvepar (51,42% du capital) au prix de 86,24€ par action², avant de déposer une OPAS sur le solde du capital au même prix. A l'issue de ces opérations, le Groupe détient 92,18% du capital et des droits de vote de Salvepar.

Mi-juillet 2012, TIM signe un partenariat avec le département *Corporate and Asset Finance* de Macquarie Lending, principal bras financier et d'investissement du groupe australien Macquarie. Cette collaboration permet à TIM de proposer des solutions de financement allant jusqu'à 200 M€ (dette unitranche, mezzanine, obligations privées) aux entreprises françaises de taille moyenne.

En juin 2013, TCP et TCA prennent une participation de 35,0% (avec option de monter à 51,0%) au capital de Duke Street, une société de gestion britannique spécialisée en LBO *mid-cap* et recentré sur du co-investissement (modèle *deal-by-deal*). Cette opération est réalisée au travers de Tikehau Investment Limited (ci-après « **TIL** »), filiale à 100% de TCA, et de la création de Tikehau Capital Partners UK Limited (ci-après « **TCP UK** »), filiale à 100% de TCP initialement dédiée à la recherche de transactions sur les classes d'actifs *equity* et crédit.

En juillet 2013, TCP procède à une augmentation de capital de 61,4 M€, lui permettant de diversifier sa base actionnariale avec l'entrée à son capital de plusieurs institutionnels dont MACSF épargne retraite et la CARAC, et de participer le mois suivant à hauteur de 37 M€ à l'augmentation de capital de 128,8 M€ réalisée par Salvepar. A l'issue de cette opération qui a permis l'entrée de nouveaux actionnaires institutionnels au capital de Salvepar tels que MACSF épargne retraite, MACIF, Compagnie Lebon, Neufilize Vie, FGA et CARAC, TCP détient 52,4% du capital de Salvepar.

TIM renforce son offre dans la dette privée, avec la signature d'un partenariat stratégique avec Amundi en mars 2014. Celui-ci permet à TIM de proposer ses services à la clientèle d'Amundi (acteurs institutionnels et privés, en France et à l'international), et à Amundi de prendre une participation au capital de TIM et de TCA de respectivement 12,8% et 7,3%. Amundi acquiert ainsi une participation dans TIM au même niveau que le partenaire historique Arkéa et entre au capital de TCA.

En avril 2014, TCP réalise une augmentation de capital d'un montant de 111,0 M€, qui lui permet de participer à hauteur de 82,5 M€ à la nouvelle augmentation de capital de 132,6 M€ de Salvepar en juin 2014, visant à financer sa stratégie de développement, à l'international notamment. Le groupe crée TIM Asia, filiale à Singapour qui lui donne un accès direct aux marchés asiatiques où il n'agissait jusqu'à présent qu'à travers des partenaires, et lui permettant de renforcer ses relations avec les différents acteurs et investisseurs du continent.

En 2015, le Groupe poursuit sa stratégie de croissance internationale avec l'ouverture de bureaux à Bruxelles en janvier et à Milan en octobre. Au cours du premier semestre 2015, le Crédit Mutuel Arkea entre au capital de TCA à hauteur de 6,8%, permettant d'accélérer le développement du Groupe sur le segment des investisseurs institutionnels, et diluant la participation des dirigeants (de 90,4% à 84,2%), d'Amundi (de 7,3% à 6,8%) et d'UniCredit (de 2,3% à 2,2%).

Parallèlement, le Groupe diversifie ses ressources par le biais d'une émission d'obligations convertibles de 176,0 M€ par TCP en mai 2015, qui lui permet de souscrire à hauteur de 64,0 M€ aux 150,0 M€ d'ORNANE émises par Salvepar. En juin 2015, Tikehau Capital Europe (ci-après « **TCE** ») démarre son activité de titrisation de prêt avec le lancement de son premier véhicule d'obligations adossées à des prêts de type *leverage loans* (CLO) de 354,7 M€.

² Soit 30,7 € après ajustement du dividende exceptionnel de 55,5 € versé par Salvepar au mois de juin 2013.

Deux augmentations de capital sont réalisées par TCA et TCP au cours de l'année 2016 :

- TCA réalise une augmentation de capital de 94,0 M€, à laquelle les sociétés d'investissement singapourienne Temasek, FFP et MACSF souscrivent ;
- TCP réalise une augmentation de capital en numéraire pour un montant de 239,8 M€ et procède à une conversion anticipée des obligations convertibles émises en 2015 pour un montant de 176,1 M€.

En septembre 2016, le Groupe recourt pour la première fois au crédit syndiqué par l'emprunt de 200,0 M€ à cinq ans auprès de huit banques.

Afin de développer son activité *leveraged loans*, le Groupe conclut en octobre un accord avec la société de gestion Lyxor, filiale du groupe Société Générale, pour assurer, par le biais de TIM, la gestion déléguée de l'activité de dette senior européenne conduite par Lyxor UK.

Début novembre, TIM procède à une augmentation de capital d'un montant de 15,0 M€ à laquelle TCP, Credit Mutuel Arkea, TCA et Amundi Ventures souscrivent. Dans la foulée, TCP est renommée Tikehau Capital et prend le statut de société en commandite par actions. Tikehau Capital General Partners SAS, détenue à 100% par TCA, en est le gérant-commandité.

Mi-novembre, le Groupe finalise l'acquisition de 80% des parts du gestionnaire d'IREIT Global, un fonds de placement immobilier coté à Singapour.

Le 6 janvier 2017, TC procède à une augmentation de capital de 150,1 M€, qui permet l'entrée au capital de nouveaux actionnaires et le renforcement de MACSF et Credit Mutuel Arkea. Dans la foulée, TC obtient l'engagement ferme du Fonds Stratégique de Participations (FSP) de souscrire à une augmentation de capital réservée pour un montant compris entre 40,0 M€ et 50,0 M€, qui se déroulera à la date de règlement-livraison de l'Offre.

II.B. Activités du Groupe

A l'issue des différentes évolutions décrites ci-dessus, le Groupe Tikehau Capital est aujourd'hui spécialisé dans le capital investissement et la gestion d'actifs en Europe et dans le reste du monde. Il investit dans une variété importante de classes d'actifs (actions et obligations cotées ou non cotées, dettes privées, CLO, immobilier, etc.) en direct ou par le biais de plateformes spécialisées. L'activité du Groupe se répartit de la façon suivante :

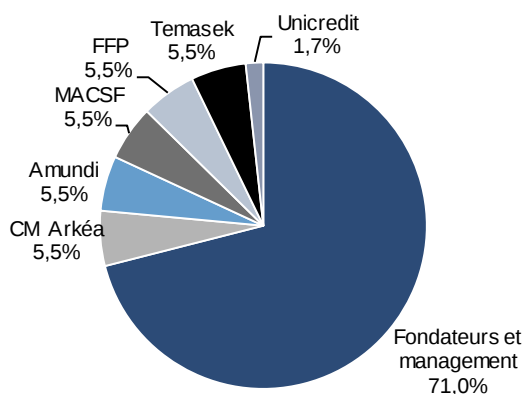
- **l'investissement en capital**, exercée à travers Salvepar et TC :
 - Acquis en 2012 par le Groupe, Salvepar est une société de capital investissement cotée à la bourse de Paris, dont les activités sont décrites en partie III. ;
 - Véhicule historique du Groupe, TC est une société d'investissement long terme, prenant des participations dans les plateformes d'investissement du Groupe (TIM, Salvepar, TCE) et dans des fonds gérés par TIM notamment, mais également en direct dans des sociétés non cotées et dans des fonds de Private Equity (Duke Street). TC réalise notamment les investissements opportunistes du Groupe qui n'entrent pas dans la stratégie de Salvepar.
- **la gestion d'actifs**, exercée par TIM et TCE :
 - Créée en 2006, TIM est une filiale du Groupe, spécialisée dans la gestion de portefeuilles obligataires et la gestion d'actifs. Historiquement positionné sur les marchés de dette, TIM poursuit une stratégie de développement opportuniste sur des classes d'actifs de plus en plus variés.
 - Créée en 2014, TCE est la filiale du Groupe spécialisée dans la gestion de Collateralized Loan Obligations ou CLO. Après avoir obtenu l'autorisation des autorités de régulation anglaise de sa licence MIFID, le premier fonds a été clôturé fin juin 2015

pour un montant de 354,6 M€, souscrits par de nombreux investisseurs anglo-saxons et internationaux. TCE a clôturé un deuxième fonds en 2016 pour 414,2 M€ et a pour objectif de lancer un ou deux véhicules CLO par an.

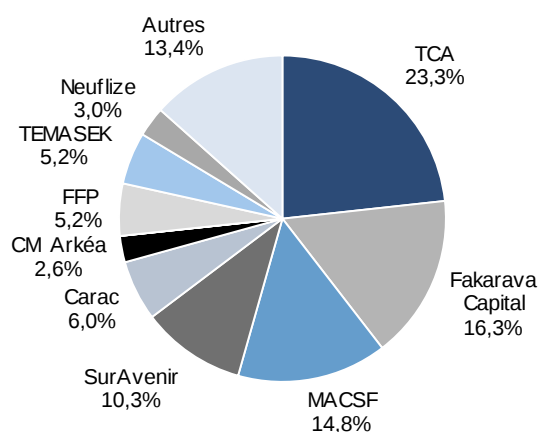
II.C. Actionnariat de TCA et TC avant Apports

Avant la réalisation des Apports, le capital de TCA et TC post-augmentations de capital de juillet 2016 se répartissait comme suit :

Graphique 2 : Répartition du capital de TCA (en %)



Graphique 3 : Répartition du capital de TC (en %)



Sources : Tikehau

NB : Fakarava Capital est détenue à 43,0% par TCA et à 60,9% conjointement avec le management du Groupe.

III. Salvepar : présentation, analyse et stratégie

III.A. Historique de Salvepar

Créée en 1929, SALVE (Société Alsacienne de Véhicules Électriques) était initialement spécialisée dans l'achat et la vente de véhicules électriques ainsi que dans toutes opérations industrielles, financières et commerciales s'y rapportant.

La Société se recentre rapidement sur son activité de holding suite à la nationalisation de la production et de la distribution de l'électricité. Après avoir été introduite à la bourse de Nancy en 1953, SALVE (renommée Société Alsacienne et Lorraine de Valeurs et d'Entreprises prends des participations dans des sociétés spécialisées dans le transport routier. SALVE prend la dénomination Salvepar (Société Alsacienne et Lorraine de Valeurs, d'Entreprises et de Participations) en 1976 et s'introduit à la bourse de Paris en 1984. Déjà au capital de SALVE depuis 1969, la Société Générale devient actionnaire majoritaire de Salvepar en 1986. Salvepar entame alors une diversification sectorielle de ses investissements et accélère la rotation de son portefeuille.

Le 26 octobre 2012, le Groupe Tikehau Capital prend le contrôle de Salvepar, avec l'intention d'en faire un véhicule dédié à l'investissement minoritaire en capital dans des sociétés de taille moyenne, cotées et non cotées.

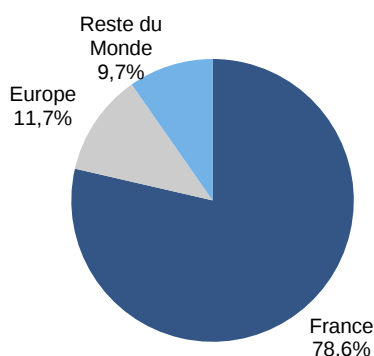
III.B. Activités de Salvepar

Salvepar est un *holding* de participations coté à capitaux permanents, qui investit ses capitaux dans des actions ou instruments (obligations convertibles, OCEANE...) donnant accès au capital de sociétés de taille moyenne cotées et non cotées, évoluant dans divers secteurs d'activité.

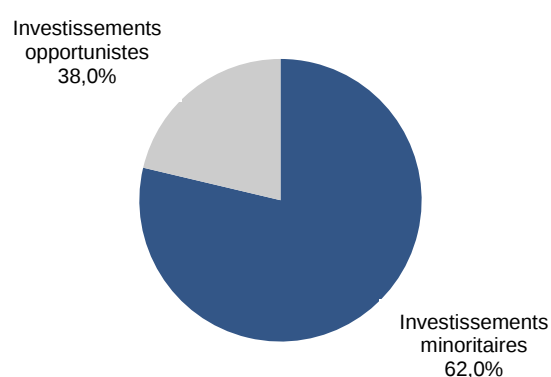
Depuis son rachat par le Groupe en 2012, la Société suit deux axes d'investissement :

- **des investissements minoritaires** : Salvepar prend des participations de 5% à 40% à horizon moyen terme dans des sociétés *mid-caps* cotées et non cotées, principalement françaises, avec une exposition européenne ou internationale et des projets de croissance interne et/ou externe à financer ou en phase de recomposition de leur capital ;
- **des investissements opportunistes** : Salvepar réalise des investissements opportunistes, notamment sous la forme de co-investissements internationaux, en adoptant une approche flexible, permettant de diversifier le portefeuille en termes de secteurs, de géographie (Europe/monde) et d'horizon d'investissement.

Graphique 4 : Répartition géographique du portefeuille au 30 juin 2016



Graphique 5 : Répartition par axe d'investissement du portefeuille au 30 juin 2016



Sources : Informations publiques

III.C. Composition du portefeuille de Salvepar

Principales participations cotées

- **Heurtey Petrochem** : groupe français international d'ingénierie spécialisé dans le secteur pétrolier. Salvepar est entré dans son capital en décembre 2010 et, au 30 décembre 2016, en possède 6,4% pour un montant total investi de 9,9 M€.
- **Latécoère** : entreprise française spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de structures destinées au secteur aéronautique. Salvepar est entré dans son capital en juin 2005 et, au 30 décembre 2016, en possède 5,4% pour un montant total investi de 28,5 M€.
- **Naturex** : société française leader mondial des ingrédients d'origine végétale pour les industries agroalimentaire, pharmaceutique et cosmétique. Salvepar est entré dans son capital en janvier 2013 et, au 30 décembre 2016, en possède 2,4% pour un montant total investi de 18,1 M€ (dont des OCEANE pour 6 M€).
- **Serge Ferrari** : entreprise française créée en 1973 leader de la filière des membranes composites. Salvepar est entré dans son capital en juin 2014 et, au 30 décembre 2016, en possède 6,3% pour un montant total investi de 9,2 M€.

Salvepar est également présente au capital de la société Enteq Upstream depuis 2014, dont elle détient 5,0% des actions. Par ailleurs, Salvepar a réalisé indirectement une prise de participation de 13 M€ au capital de la société GIMV. GIMV est une société d'investissement européenne cotée sur Euronext Bruxelles, qui gère environ 1,8 Mds€ et 50 participations.

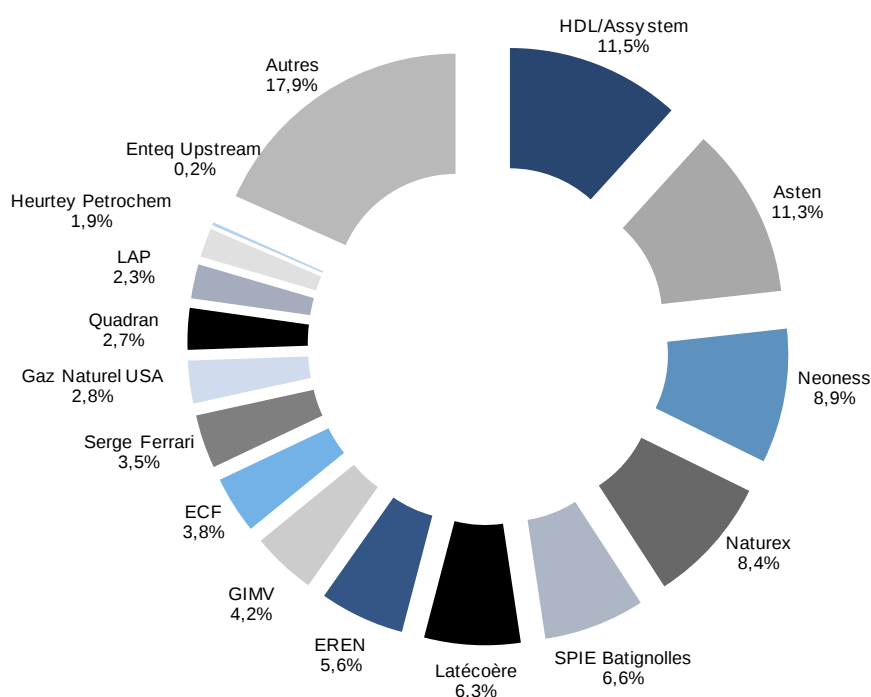
Principales participations non cotées

- **AFICA** : entité du groupe français Afica/Favi, la société est le leader de l'affinage d'alliages cuivreux en Europe. Salvepar est entré dans son capital en octobre 1997 et en possède 20,0% pour un montant total investi de 8,7 M€.
- **Asten** : groupe français évoluant dans le secteur de la santé à domicile. Salvepar est entré dans son capital en avril 2014 et en possède 22,3% pour un montant total investi de 28,4 M€.
- **DRT** : groupe français qui transforme les dérivés résiniques issus du pin, spécialisé dans la chimie végétale. Salvepar est entré dans son capital en décembre 2014 et a investi un montant total de 40,5 M€.
- **Ecotel Chomette Favor (ECF)** : société française leader européen de la distribution de petits matériels et consommables non-alimentaires à destination des professionnels de la restauration. Salvepar est entré dans son capital en juin 2011 et y a investi 10,0 M€.
- **EREN Renewable Energy** : société française créée en 2012, expert dans le secteur des énergies renouvelables sur les marchés émergents. Salvepar est entré dans son capital en octobre 2015 pour un montant de 16 M€. EREN a la faculté d'appeler une seconde tranche d'investissement de 16 M€ entre 2016 et 2017.
- **HDL/Assystem** : un des premiers groupes français dans les domaines de l'ingénierie externalisée et du conseil en innovation. Salvepar est entré dans son capital en décembre 2013 à travers HDL, société *holding* de Dominique Louis, président et fondateur d'Assystem, dont Salvepar détient 20,2% du capital pour un montant total investi de 30,0 M€.
- **Hidrovias do Brazil** : entreprise brésilienne créée en 2010, expert de la logistique et du transport par voies fluviales des matières premières en Amérique du Sud. Aux côtés d'un groupe d'investissement brésilien et d'un groupe spécialisé, Salvepar y a investi 8,5 M\$.
- **Latin America Power (LAP)** : société localisée au Pérou et au Chili fondée en 2011, LAP possède et développe des centrales électriques. Salvepar est entré dans son capital en juin 2013 et a investi 8,0 M\$.

- **Lippi** : entreprise française spécialisée dans la production de clôtures, grillages et portails sur mesure pour les particuliers et les entreprises. En avril 2001, Salvepar y a investi 3,4 M€ pour une participation de 28,0%.
- **Neoness** : société française fondée en 2007 qui exploite un réseau de salles de sport dans Paris et sa proche banlieue. Salvepar est entré dans son capital en décembre 2015 pour 24,7 M€ et en détient 24,7%.
- **Quadran** : groupe français leader indépendant de la production d'énergie libre verte en France. Salvepar est entré dans son capital en septembre 2014 pour un montant de 12,6 M€.
- **Spie Batignolles** : groupe français spécialisé dans le BTP, aujourd'hui un des principaux acteurs de la construction en France. Salvepar est entré dans son capital en juin 2010 et en possède 8,0% pour un montant total investi de 10,3 M€.
- **Voyage Care** : société britannique qui développe des solutions pour l'hébergement résidentiel spécialisé et l'assistance à domicile pour les personnes souffrant d'handicaps physiques, autisme, ou autres situations médicales complexes. Lors de son entrée au capital en septembre 2014, Salvepar a investi un total de 8,7 M€.
- **Autres** : Salvepar détient d'autres participations plus mineures en dettes ou en actions.

Le Graphique 6 présente la composition du portefeuille avec le poids de chaque participation détenue par Salvepar (en valeur réévaluée).

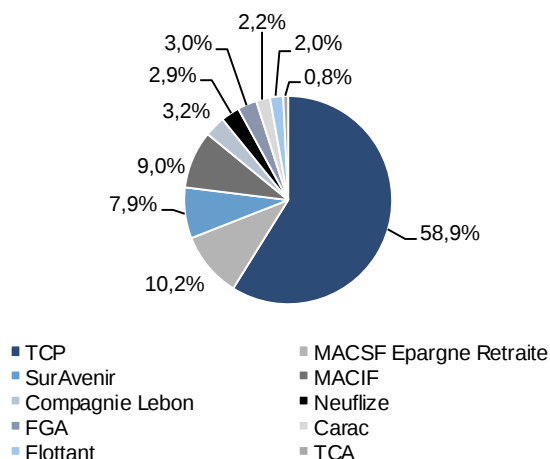
Graphique 6 : Composition du portefeuille de participations au 30 septembre 2016



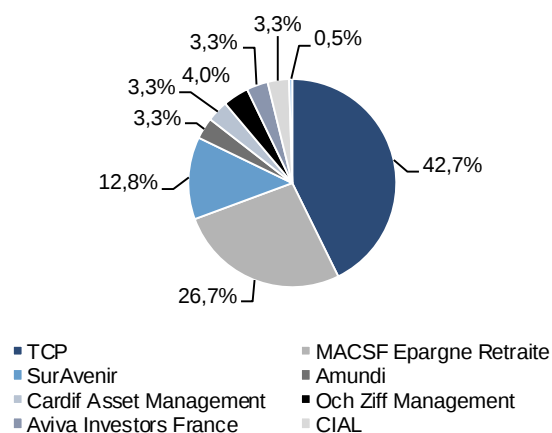
Source : Salvepar

III.D. Actionnariat de Salvepar

Graphique 7 : Répartition du capital de Salvepar au 6 janvier 2017 (hors autocontrôle)



Graphique 8 : Détention des ORNANE à l'émission en 2015



Sources : Salvepar

Le 15 octobre 2013, Salvepar a procédé à l'émission de deux catégories d'actions de préférence (ci-après les « **ADP** ») par une augmentation de capital réservée :

- 10 actions de préférence de catégorie 1 (ci-après les « **AP1** ») ont été émises au prix unitaire d'émission de 350 K€ par AP1 et souscrites par TCA ;
- 10 actions de préférence de catégorie 2 (ci-après les « **AP2** ») ont été émises au prix unitaire d'émission de 300 K€ par AP2 et souscrites par TC.

Les porteurs d'AP1 et AP2 disposent du droit à un dividende prioritaire à hauteur de 6,25% du résultat net retraité³ dès lors que la somme de ces résultats, calculée depuis la date d'émission des ADP, est supérieure à zéro. En cas de liquidation de la Société, le produit net de liquidation après règlement du passif serait d'abord employé à verser aux titulaires d'ADP leur dividende prioritaire puis à leur rembourser le prix d'émission. Les porteurs d'AP1 disposent également d'un droit à la désignation d'un tiers des membres du Conseil d'Administration de Salvepar, exerçable à tout moment.

III.E. Analyse financière de Salvepar

Après l'entrée de TC à son capital, Salvepar a mis en place en 2013 une nouvelle stratégie d'investissement organisée autour de deux axes :

- des investissements minoritaires à moyen-terme dans des sociétés *mid-cap* européennes cotées et non cotées, notamment disposant d'une exposition à des marchés en croissance ;
- des investissements et co-investissements opportunistes internationaux, réalisés sur des horizons variables dans des actifs en lien avec l'ADN du Groupe Tikehau Capital (réseaux, partenariats, etc.).

³ Résultat net retraité : correspond au résultat net ressortant des comptes sociaux de Salvepar retraité pour les actifs présents au bilan de Salvepar au 30 juin 2013 des résultats nets de cession après impôt calculés sur la base de leurs valeurs d'ANR au 30 juin 2013 ainsi que des écritures comptables relatives aux OPCVM de court terme.

Depuis lors, Salvepar s'efforce de développer cette stratégie en profitant de l'adossement au Groupe Tikehau pour accroître la taille de son portefeuille de manière significative et augmenter la diversité et le caractère international de ce dernier.

NB : l'analyse financière présentée ci-dessous porte sur les comptes sociaux publiés par Salvepar. L'analyse des comptes sociaux revêt un intérêt particulier compte tenu du fait que les comptes consolidés sont établis sur la base des normes IFRS impliquant une forme de volatilité liée aux variations de juste valeur.

Evolution des opérations de gestion

Tableau 3 : Opérations de gestion 2011-2015⁴

En K€ - au 31/12	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R
Opérations de gestion					
Produits courants	5 353,9	5 847,2	3 771,0	27 310,0	18 061,0
Produits des participations	3 679,5	4 202,3	2 133,0	1 982,0	681,0
Produits des autres valeurs immobilisées	1 045,0	1 184,2	911,0	2 111,0	7 829,0
Produits des valeurs mobilières de placement	2,2	11,5	291,0	3 506,0	1 107,0
Plus-values sur valeurs mobilières de placement	31,5	7,4	94,0	18 844,0	7 228,0
Produits des prêts et autres créances	552,0	422,3	270,0	321,0	558,0
Autres produits courants	43,7	19,5	72,0	546,0	657,0
Produits exceptionnels de gestion	0,0	-	-	-	1,0
Charges courantes	(1 247,2)	(1 045,2)	(2 712,0)	(5 124,0)	(8 052,0)
Résultat des opérations courantes	4 106,8	4 802,0	1 059,0	22 186,0	10 009,0
Marge (%produits courants)	76,7%	82,1%	28,1%	81,2%	55,4%
Dotations aux amortissements	(15,4)	(2,4)	(973,0)	(3 667,0)	(807,0)
Reprises sur amortissement	52,7	-	-	973,0	502,0
Résultat brut de gestion	4 144,1	4 799,6	86,0	19 492,0	9 704,0
Marge (%produits courants)	77,4%	82,1%	2,3%	71,4%	53,7%
Résultat imposable	4 144,1	4 799,6	86,0	19 492,0	9 704,0
Impôts sur les bénéfices	(901,7)	(789,8)	(137,0)	(4 832,0)	(1 111,0)
Résultat net de gestion	3 242,4	4 009,9	(51,0)	14 660,0	8 593,0
Marge nette (%produits courants)	60,6%	68,6%	(1,4%)	53,7%	47,6%
Résultat net de gestion (1)	3 242,4	4 009,9	(51,0)	14 660,0	8 593,0

Source : Salvepar

Le montant des produits courants, composé essentiellement des dividendes et intérêts reçus, a progressé de +27,5% en rythme annuel moyen sur la période 2011-2015 mais dans une forte volatilité intrinsèque, caractéristique des sociétés d'investissement. Cette hausse résulte principalement des nouveaux investissements qui ont pu être réalisés à la suite des augmentations de capital réalisées en août 2013 et juin 2014, pour respectivement 128,8 M€ et 132,6 M€. La forte baisse des produits courants intervenue entre les exercices 2014 et 2015 provient notamment de l'évolution des taux d'intérêt et de la diminution des plus-values de cession de valeurs mobilières de placement enregistrées par Salvepar.

Les charges courantes ont augmenté à un rythme plus élevé (+45,2%) que les produits, principalement du fait des embauches opérées par la Société, ainsi que de la hausse des redevances payées par Salvepar à TCA. A la suite de l'acquisition par TC d'une participation majoritaire dans Salvepar en octobre 2012, il a été mis en place des contrats de prestations de services entre les parties. Le premier est un service de conseil et de gestion à destination de Salvepar, tandis que le second concerne la fourniture de supports matériels (locaux, informatique, ...) nécessaires à l'activité de la Société. Les montants dus peuvent être révisés annuellement sur la base de l'évolution du coût de la main d'œuvre et du développement de Salvepar. Les prestations facturées au cours de l'exercice 2015 par TCA au titre de ces contrats s'élèvent à 2,8 M€ contre 2,0 M€ en 2014. Les autres charges courantes concernent essentiellement les salaires, les impôts et taxes et les intérêts d'emprunt.

⁴ 201XR : Exercice 2011 Réalisé, 2012 Réalisé, ...

Evolution des opérations sur valeurs immobilisées

Tableau 4 : Opérations sur valeurs immobilisées 2011-2015

En K€ - au 31/12	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R
Opérations sur valeurs immobilisées					
Produits de cession d'immobilisations corporelles	-	0,9	-	-	-
Valeur comptable des éléments cédés	-	-	-	-	-
Résultat de cession sur immobilisations corporelles	-	0,9	-	-	-
Produits de cession d'immobilisations financières	10 360,7	1 362,5	70 307,0	35 667,0	22 273,0
Valeur comptable des éléments cédés	(22 645,7)	(1 398,5)	(69 192,0)	(24 900,0)	(16 337,0)
Résultat de cession sur immobilisations financières	(12 285,0)	(35,9)	1 115,0	10 767,0	5 936,0
Résultat financier sur valeurs immobilisées	-	-	-	(230,0)	(544,0)
Résultat exceptionnel sur valeurs immobilisées	-	-	-	(483,0)	-
Reprises sur dépréciations	19 930,4	4 579,9	16 531,0	3 539,0	4 634,0
Dotations aux dépréciations	(6 408,8)	(11 185,4)	(2 625,0)	(3 412,0)	(6 173,0)
Reprises nettes des dotations	13 521,6	(6 605,5)	13 906,0	127,0	(1 539,0)
Impôt sur résultat des opérations sur valeurs immobilisées	(992,5)	455,1	(753,0)	(1 807,0)	(1 735,0)
Résultat net des opérations sur valeurs immobilisées (2)	244,1	(6 185,4)	14 268,0	8 374,0	2 118,0
Résultat net (3) = (1) + (2)	3 486,5	(2 175,6)	14 217,0	23 034,0	10 711,0

Source : Salvepar

Suite à la rationalisation du portefeuille à la suite du changement de contrôle, la Société a procédé à d'importantes cessions à partir de 2013 tout en parvenant à réaliser des plus-values significatives :

- En 2013, Salvepar a réalisé la cession de 6 participations dont 4 participations cotées, pour un montant de 70,3 M€ générant une plus-value nette comptable de 15,7 M€ (nette des reprises de provisions). La principale opération concernait la cession pour 17,4 M€ de la participation détenue dans RG Safety.
- En 2014, le montant des cessions a été inférieur à 2013 (35,7 M€), mais ces dernières ont permis de générer une plus-value nette comptable de 12,5 M€ (nette des reprises de provisions). La principale opération a consisté en la cession de la participation résiduelle dans la société de transport Norbert Dentressangle pour une valeur de 21,3 M€. La Société a également réalisé 3 autres cessions, dont celle de sa participation dans Ipsos pour 6,9 M€.
- En 2015, le montant des cessions a été légèrement inférieur à l'exercice précédent (22,2 M€) générant une plus-value nette comptable de 5,9 M€ (nette des reprises de provisions), principalement liée à l'opération de sortie du groupe Thermador (plus-value de 5,2 M€).

Evolution du résultat net

Tableau 5 : Evolution du résultat net 2011-2015

En K€ - au 31/12	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R
Résultat net de gestion (1)	3 242,4	4 009,9	(51,0)	14 660,0	8 593,0
Résultat net des opérations sur valeurs immobilisées (2)	244,1	(6 185,4)	14 268,0	8 374,0	2 118,0
Résultat net (3) = (1) + (2)	3 486,5	(2 175,6)	14 217,0	23 034,0	10 711,0

Source : Salvepar

Le résultat net de Salvepar a progressé de +25,2% en rythme annuel moyen sur la période 2011-2015. Cette amélioration des résultats est la conséquence de la gestion du portefeuille de Salvepar par Tikehau, qui a engendré la cession de nombreuses participations, notamment sur la période 2012-2014. Des levées de fonds significatives ont également été réalisées, qui ont pour le moment donnée lieu à la perception d'intérêts et à la réalisation de plus-values de cession sur

valeurs mobilières de placement, mais dont l'investissement est en cours et devrait permettre de générer de nouveaux revenus.

Analyse du bilan

Tableau 6 : Bilan 2011-2015

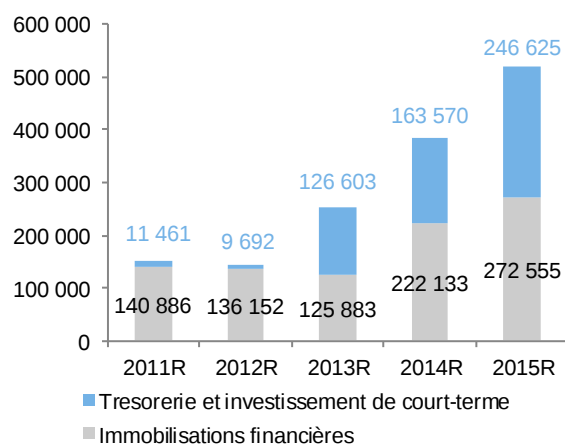
Bilan (M€)	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R
Immobilisations incorporelles	-	-	-	2,3	2,3
Immobilisations corporelles	2,7	1,2	4,0	2,0	34,0
Créances d'exploitation	6,2	1 376,9	9,0	3 087,8	5 379,4
Actif d'exploitation	8,9	1 378,2	13,0	3 092,1	5 415,7
Immobilisations financières	140 886,4	136 152,1	125 883,0	222 132,5	272 554,7
Tresorerie et investissement de court-terme	11 461,1	9 692,2	126 603,0	163 569,6	246 624,9
Actif total	152 356,5	147 222,5	252 499,0	388 794,2	524 595,3
<i>% immo financières/ Actif total</i>	<i>92,5%</i>	<i>92,5%</i>	<i>49,9%</i>	<i>57,1%</i>	<i>52,0%</i>
Fonds propres	150 583,9	59 961,8	208 730,0	355 309,8	360 673,0
Provisions	-	-	412,0	1 326,1	958,7
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>(11 461,1)</i>	<i>(9 692,2)</i>	<i>(83 897,0)</i>	<i>(138 512,8)</i>	<i>(85 263,8)</i>
Dettes financières brutes	-	-	42 706,0	25 056,8	161 361,1
Dettes d'exploitation	1 769,9	378,3	651,0	7 101,4	1 602,5
Dividende à payer	-	86 881,1	-	-	-
Passif total	152 353,8	147 221,2	252 499,0	388 794,1	524 595,3

Source : Salvepar

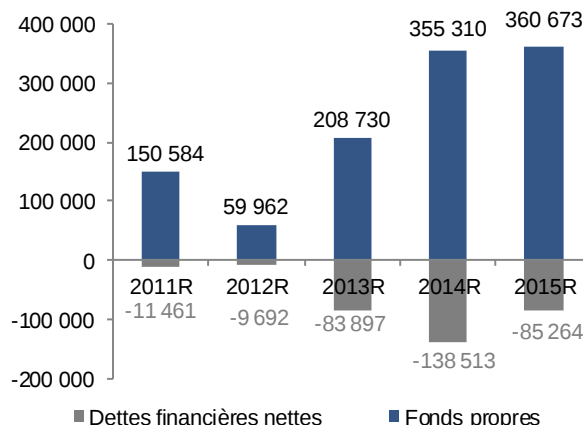
La composition de l'actif de Salvepar a évolué sur la période 2011-2015 : la Société était presque intégralement investie sur les exercices 2011 et 2012 (les immobilisations financières représentaient plus de 90% de l'actif total) puis, suite aux deux augmentations de capital ayant eu lieu en 2013 et 2014 et à l'émission d'ORNANE en 2015, la part de la trésorerie disponible a fortement augmenté. A la clôture de l'exercice 2015, la trésorerie et les investissements de court-terme représentaient 52% de l'actif total. Les montants investis par la Société ont pourtant doublé sur la période 2012-2015, passant de 136,1 M€ fin 2012 à 272,5 M€ à fin 2015.

L'investissement de Tikehau dans Salvepar a ainsi permis à la Société de disposer de ressources importantes qui lui permettront de poursuivre sa politique d'investissement au cours des prochains exercices. A la fin de l'exercice 2015, Salvepar dispose de 246,7 M€ de trésorerie et investissements de court-terme prêts à être investis à plus long-terme.

Graphique 9 : Evolution de la composition de l'actif (K€)



Graphique 10 : Evolution de la structure financière (K€)



Source : Salvepar

Analyse des flux de trésorerie

Tableau 7 : Flux de trésorerie 2011-2015

Flux de trésorerie (M€)	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R
Capacité d'autofinancement	2 690,0	3 394,0	23,0	(5 333,5)	(19 215,2)
Variation du BFR	1 127,0	(2 768,0)	2 091,0	(2 632,9)	(6 478,8)
Flux générés par l'activité	3 817,0	626,0	2 114,0	(7 966,4)	(25 694,0)
Investissements financiers nets	(30 079,0)	(2 184,0)	(47 466,0)	(139 356,0)	(129 140,0)
Cession d'immos financières	8 877,0	1 354,0	79 088,0	87 022,0	104 842,0
Flux liés aux opérations d'investissement	(21 202,0)	(830,0)	31 622,0	(52 334,0)	(24 298,0)
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	(9 393,0)	(1 565,0)	(86 881,0)	(8 679,0)	(17 512,0)
Autre variation des fonds propres	-	-	135 292,0	106 336,0	152 099,0
Encaissement net d'emprunts	-	-	35 561,0	(390,0)	(1 539,7)
Flux liés aux opérations de financement	(9 393,0)	(1 565,0)	83 972,0	97 267,0	133 047,3
Variation de trésorerie	(26 778,0)	(1 769,0)	117 708,0	36 966,6	83 055,3

Source : Salvepar

Les flux de trésorerie sur la période 2011-2015 permettent d'observer les nouveaux moyens mis à disposition de Salvepar depuis l'investissement du Groupe Tikehau Capital, avec des flux liés aux opérations de financement très significatifs sur la période 2013-2015 du fait des deux augmentations de capital et de l'émission d'ORNANE. La Société a procédé à une forte rotation de son portefeuille depuis 2013, avec des cessions et des investissements très importants.

Le montant cumulé des investissements réalisés en 2013 s'établit à 54,2 M€ contre 2,2 M€ en 2012, avec pour principale opération l'acquisition d'une participation de 30,0 M€ dans HDL, société *holding* permettant de détenir indirectement une participation au capital d'Assystem. En 2014, les montants investis ont plus que doublé par rapport à l'exercice précédent (119,7 M€), avec pour opérations principales une prise de participation de 20,0 M\$ dans la société Multiplan, de 16,4 M€ dans le groupe Asten et de 12,6 M€ en obligations convertibles Quadran. Au cours de l'année 2015, Salvepar a mené de nombreuses opérations d'investissement, notamment dans le groupe d'énergies renouvelables EREN pour un montant de 32 M€, ainsi que dans le réseau de salles de *fitness* Neoness pour 24,7 M€.

Analyse des résultats semestriels 2016

NB : La société ne publiant pas de comptes sociaux semestriels, l'analyse des résultats du premier semestre 2016 fait donc l'objet d'une analyse spécifique sur la base des comptes consolidés.

Au cours du premier semestre 2016, le résultat du portefeuille, qui comprend la variation en juste valeur des participations, les dividendes et intérêts reçus et les plus-values de cession, a progressé de +16,6% par rapport au premier semestre 2015. La principale raison est la cession de la participation détenue dans Multiplan, qui permet d'extérioriser une plus-value supérieure à 39,7 M€. Le montant des charges s'est inscrit en légère baisse à -2,4 M€ contre -2,9 M€ au premier semestre 2015. En dépit de ces deux évolutions, le résultat net a baissé, passant de 12,0 M€ à 10,0 M€, principalement du fait de la prise en compte en année pleine des charges financières liées aux ORNANE.

Au 30 juin 2016, le niveau d'actif immobilisé a diminué sous l'effet des cessions des participations dans Multiplan, Riverside, ITAS et d'un actif de Baring Spain. En contrepartie, les plus-values de cession sont venues augmenter le niveau des éléments de trésorerie de manière significative.

III.F. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Salvepar

Le marché du capital-investissement français est le deuxième marché européen derrière le Royaume-Uni et bénéficie depuis 2009 d'une importante dynamique de croissance des montants de capitaux levés et investis (en particulier sur le segment du capital-développement). En 2015, les investissements réalisés ont retrouvé leurs niveaux moyens d'avant crise et sont désormais supérieurs à 10 Mds€ par an. En revanche, les montants levés non encore investis ont également progressé, ce qui a eu pour effet d'intensifier la concurrence sur de nombreux projets d'investissement et a contribué à la hausse des niveaux de valorisation.

Matrice SWOT

Notre perception du positionnement stratégique de Salvepar est synthétisée dans la matrice forces/faiblesses ci-dessous (analyse SWOT). Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation des ADP de la Société.

Tableau 8 : Analyse SWOT de Salvepar

Forces	Faiblesses
Le marché de l'investissement en participations minoritaires est moins concentré que celui en participations majoritaires, ce qui offre un cadre d'opportunités plus large à Salvepar	Les revenus de Salvepar proviennent des dividendes et intérêts perçus sur les participations en portefeuille, ainsi que des plus-values de cession. Les revenus générés par les investissements de Salvepar restent alors incertains et soumis à une certaine cyclicité
Le niveau de risque engagé (financier ou opérationnel) est moindre dans les prises de participations minoritaires	Malgré la multiplication des coûts d'entrées, les barrières à l'entrée restent faibles
A travers le Groupe Tikehau Capital, Salvepar bénéficie également d'un réseau de partenaires, notamment pour des co-investissements	Les fonds d'investissement supportent des coûts majoritairement fixes (frais de personnel et frais d'exploitation tels que les redevances payées à TCA dans le cas de Salvepar, frais juridiques, services d'audit, frais de marketing)
Salvepar bénéficie d'une flexibilité plus importante que celle des autres fonds de capital-investissement plus « classiques » en termes d'horizon d'investissement. Les capitaux permanents et l'appui de Tikehau Capital lui offrent la possibilité d'être plus réactif quant aux moments d'acquisition ou de cession de participation	Compte tenu du caractère très concurrentiel du marché du capital investissement, les ressources engagées dans le <i>sourcing</i> et la préparation d'opérations d'acquisition peuvent se révéler importantes sans toutefois générer du résultat
Opportunités	Menaces
Le portefeuille de Salvepar s'internationalise et propose une diversité sectorielle importante, ce qui permet à la fois une résilience aux retournements d'activités spécifiques et l'accès à des marchés bénéficiant de perspectives de croissance souvent plus fortes que les marchés européens	L'environnement juridique dans lequel évolue Salvepar est en perpétuelle mutation et les réglementations sont de plus en plus nombreuses
	Les montants levés non encore investis ont fortement progressé, à l'image des montants levés, ce qui a pour effet d'intensifier la concurrence sur de nombreux projets d'investissement et contribue à la hausse des niveaux de valorisation

Source : informations publiques

IV. Tikehau Capital Partners / Tikehau Capital : présentation, analyse et stratégie

IV.A. Transformation de TCP en TC et opérations d'apport

NB : l'historique de TCP a été présenté dans la partie relative au Groupe.

Début novembre 2016, dans le cadre de la simplification de la structure du Groupe Tikehau Capital, TCP a été renommée Tikehau Capital et a adopté le statut de société en commandite par actions. Tikehau Capital General Partners, SAS détenue à 100% par TCA, en est le gérant-commandité.

Préalablement au lancement de l'Offre sur Salvepar, des Apports ont été réalisés afin de permettre à TC de détenir la majorité des actifs du Groupe. Un Traité d'Apport entre les parties a été signé le 6 décembre 2016 et la valorisation de ces Apports a fait l'objet d'un rapport établi par Finexsi daté du 9 décembre 2016.

Le détail de ces Apports est le suivant :

- l'apport par TCA des **actions de préférence détenues dans TCE** pour un montant de 15,00 M€ ;
- l'apport par TCA, Arkea et Amundi Ventures des **actions détenues dans TIM (représentant 74,1% du capital)** pour un montant de 233,45 M€ ;
- l'apport par TCA des **actions de préférence AP1 détenues dans Salvepar** pour un montant de 17,10 M€ ;
- l'apport par TCA des **actions détenues dans City Star Ream Resort (représentant 8,5% du capital)** pour un montant de 0,19 M€ ;
- l'apport par TCA, Financière Reinert et SPRL Troismers des **actions détenues dans Tikehau Asia** pour un montant de 0,59 M€.

Le montant total des Apports s'établit ainsi à 266,33 M€. Ceux-ci ont été rémunérés par l'émission d'actions ordinaires de TC au prix de 21,0 € par action, donnant ainsi lieu à l'émission de 12 642 142 actions nouvelles. Ce prix par action correspond à celui de l'augmentation de capital de 416,0 M€ réalisé par TC en juillet 2016.

Parallèlement à ces Apports, TC a également procédé à :

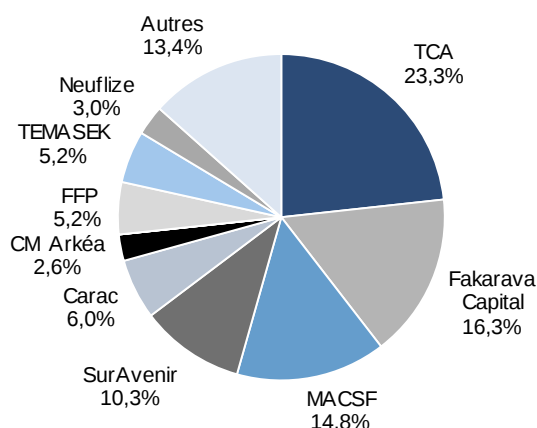
- **l'acquisition de la marque Tikehau** auprès de TCA pour un montant de 10,2 M€. Ce montant a fait l'objet d'un rapport de valorisation de la marque établi par Accuracy le 24 novembre 2016.
- la cession de plusieurs participations au sein du Groupe devant permettre à **TCP UK de détenir directement 35% du capital de de Duke Street LLP** (contre 17,5% détenus actuellement) pour un montant de 3,5 M€ ;
- **l'émission de 1 244 781 bons de souscription d'actions** (ci-après les « **BSA** ») au prix de souscription unitaire de 2,2 €, permettant de souscrire une action TC par BSA au prix d'exercice de 21,0 €. Les BSA sont de maturité 10 ans et exerçables à partir de leur 5^{ème} anniversaire.

Les Apports et l'émission des BSA ont été approuvés par le vote de l'Assemblée Générale de TC du 21 décembre 2016.

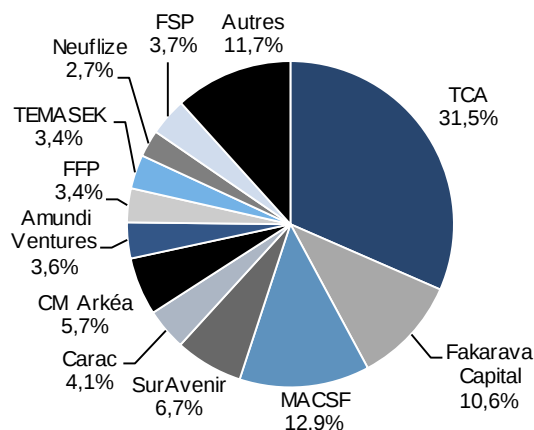
IV.B. Actionnariat de TC et TIM

IV.B.1. Actionnariat de TC

Graphique 11 : Répartition du capital de TC avant Apports et augmentations de capital de janvier 2017 (en %)



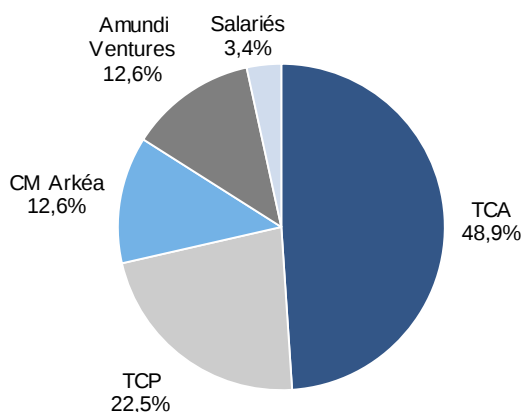
Graphique 12 : Répartition du capital de TC après Apports et augmentations de capital de janvier 2017 (en %)



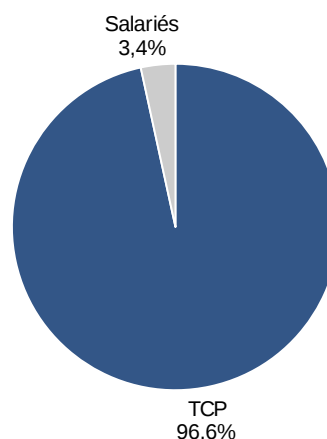
Sources : Tikehau

IV.B.2. Actionnariat de TIM

Graphique 13 : Répartition du capital de TIM avant Apports (en %)



Graphique 14 : Répartition du capital de TIM après Apports (en %)



Sources : Tikehau

IV.C. Activités de Tikehau Capital

IV.C.1. Activité de TC

Véhicule historique du Groupe Tikehau Capital, TC détient des participations dans les plateformes d'investissement du Groupe (TIM, Salvepar, TCE), dans les fonds gérés par TIM et TCE, mais également en direct dans des sociétés cotées ou non cotées, de l'immobilier ou du crédit. Par l'intermédiaire de TCP UK et Tikehau DS LLP, TC détient également une participation indirecte de

35% dans Duke Street, fonds de *private equity* britannique spécialisé dans la prise de participations majoritaires. TC réalise notamment les investissements opportunistes du Groupe qui n'entrent pas dans la stratégie de Salvepar.

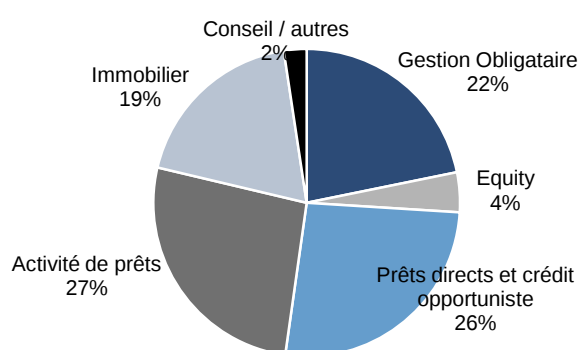
IV.C.2. Activités de TIM

TIM est une société indépendante de gestion sous mandat, créée en 2006 et agréée par l'AMF depuis 2007. Spécialisée dans les investissements sur le marché de la dette européenne (obligataire coté et dette privée), la plateforme de gestion d'actifs du Groupe propose des services de financement diversifiés et multisectoriels à une clientèle essentiellement institutionnelle :

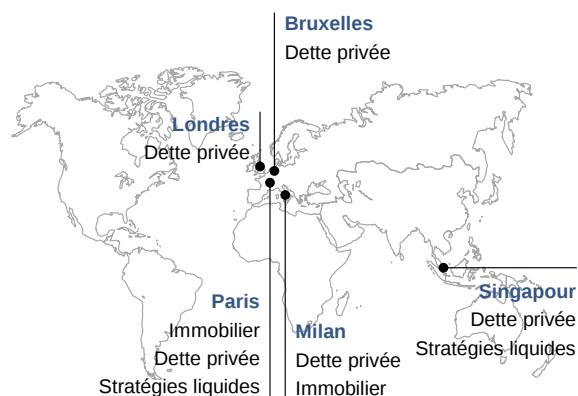
- **Gestion obligataire** : TIM intervient dans le cadre de gestion obligataire à travers différents fonds ouverts d'obligations, de dettes mezzanine, de crédits syndiqués, etc. ainsi que dans le cadre de mandats de gestion ;
- **Private debt** : TIM prend des participations allant de 10 M€ à 250 M€ sur le marché primaire et secondaire au travers de fonds fermés, de mandats de gestion et de véhicules de co-investissement sur mesure. Il arrange ou co-arrange des financements en dette senior, mezzanine, PIK, unitranche, actions de préférence et placements privés obligataires dans le cadre d'opérations LBO et pour accompagner la croissance organique ou externe de sociétés ;
- **Gestion diversifiée et « actions »** : TIM a lancé en 2012 cette nouvelle activité et entend continuer son développement en proposant des fonds ouverts diversifiés, investis dans divers actifs liquides sur les marchés actions et crédit paneuropéen, américain et asiatique (obligations de bonne notation, obligations *high yield*, action, etc.) ;
- **Investissement immobilier** : TIM gère des Organisme de Placement Collectif Immobilier (OPCI) et autres véhicules d'investissement diversifiés tels que sa foncière TREIC, qui investissent et co-investissent dans des actifs immobiliers en Europe et réalisent des opérations de cession-bail (*sales & lease back*).

Fortement présent en Europe avec des succursales à Paris, Londres, Milan et Bruxelles, TIM est également présent en Asie depuis la création d'une filiale en 2014 à Singapour. Son portefeuille est aujourd'hui réparti dans plus de 90 sociétés en Europe.

Graphique 15 : Répartition des actifs sous gestion à fin novembre 2016



Graphique 16 : Présence à l'international



Sources : Tikehau

IV.C.3. Activités de TCE

Profitant de son expertise sur le marché du crédit (stratégies liquides obligataires et dette privée), Tikehau Capital a lancé en 2015 une nouvelle offre sur le marché des *Collateralized Loan Obligations* ou CLO. Les CLO sont des produits de titrisation adossés à des prêts commerciaux contractés par des moyennes ou grandes entreprises. Les banques, qui souhaitent alléger leur bilan afin de respecter les exigences en capital imposées par les régulateurs ou pour avoir plus de liquidités afin de financer d'autres activités, vont revendre ces créances sur le marché à des sociétés de gestion. Ces sociétés vont financer l'achat de ces créances par émission de nouveaux titres, répartis en différentes tranches (senior, mezzanine, equity) selon le profil de rendement / risque. La tranche avec le plus haut niveau de risque sera la tranche subordonnée ou *equity*. La société de gestion va percevoir les intérêts sur les différentes créances puis les redistribuera à ses investisseurs en commençant par rémunérer les tranches les plus seniors. Après que les autres tranches ont reçu l'intégralité des coupons leur étant dus, la tranche *equity* reçoit ainsi le solde des coupons et est la plus exposée au risque de défaut des entreprises.

La société gérant les CLO dispose de deux types de revenus :

- Elle perçoit des **commissions de gestion** comme toute société de gestion d'actifs ;
- Elle a l'obligation d'investir à hauteur de 5% (appelé taux de rétention) dans le fonds CLO en application des législations issues du comité Bâle III (principe de la *retention piece*), cet investissement devant se faire sur la tranche la plus risquée. La société de gestion perçoit les **coupons liés à la tranche equity**, si les autres tranches ont perçu leurs coupons respectifs.

La gestion des véhicules CLO de Tikehau Capital se fait par l'intermédiaire de TCE, société de gestion agréée par la *Financial Conduct Authority* et régulée au Royaume-Uni. TCE a lancé en 2015 son premier CLO pour un montant total de 354,7 M€. TCE a clôturé un deuxième fonds CLO en 2016 pour 414,2 M€. La société a pour objectif de lancer un ou deux véhicules CLO par an. Les obligations émises par ces deux véhicules sont adossées à des prêts syndiqués souscrits principalement par des entreprises européennes et de tous secteurs. Ils sont notés par les agences Moody's et Fitch.

IV.D. Composition du portefeuille de Tikehau Capital

Participations directes cotées

Les principales participations directes cotées détenues par TC sont les suivantes :

- **Salvepar** : cf. *partie III*.
- **SES** : société française cotée leader mondial du marché de la conception et de la commercialisation de systèmes complets d'étiquetage de gondole. L'investissement initial a été réalisé en avril 2010 et, au 30 juin 2016, TC détient 15,7% du capital et des droits de vote.
- **Tikeflo / Groupe Flo** : Groupe Flo est une société cotée leader de la restauration commerciale en France. TC a initié son investissement dans Groupe Flo en mars 2006 au travers de Tikeflo, puis regroupé sa participation avec celles détenues par la Compagnie Nationale à Portefeuille et Ackermans & van Haaren au sein de Financière Flo (où TC est minoritaire), principal actionnaire de Groupe Flo avec 69,8% du capital détenu au 31 décembre 2015.
- **HDL / Assystem** : l'investissement initial de TC dans HDL a été réalisé en décembre 2013. HDL est la société *holding* de Dominique Louis, président et fondateur d'Assystem. HDL détient 60,7% du capital d'Assystem au 31 août 2016 (cf. portefeuille de Salvepar pour la description de l'activité).
- **Foncière Atland** : société d'investissements immobiliers cotée (SIIC) active en Ile-de-France et en province, dont TC détient 17,8% du capital au 30 juin 2016.

Participations directes non cotées et autres investissements

TC effectue des investissements opportunistes dans des sociétés non-cotées, notamment lorsque ceux-ci n'entrent pas dans la stratégie de Salvepar, et détient des participations directes dans les principales plateformes du Groupe (TIM, TCE, TCP UK). TC est également investi dans plusieurs fonds immobiliers et de crédit, notamment gérés par TIM, ainsi que dans différents fonds externes de capital-investissement.

IV.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de Tikehau Capital

IV.E.1. Analyse du modèle économique de TC

Au sein du Groupe Tikehau Capital, TC a vocation à détenir les participations majoritaires du Groupe dans TIM, TCE et Salvepar, mais aussi à donner à ces structures les moyens de leur développement. TC est ainsi investi dans plusieurs fonds gérés par TIM et a souscrit une part significative des ORNANE émises par Salvepar en 2015. Par l'intermédiaire de TCP UK, filiale détenue à 100%, TC réalise également un certain nombre d'investissements opportunistes ou internationaux du Groupe.

IV.E.2. Modèle économique et environnement opérationnel de TIM

IV.E.2.a. Analyse du modèle économique de TIM

Le modèle économique de TIM repose sur la capacité de ses équipes à lever et gérer des fonds qui généreront des revenus au travers de différentes commissions, notamment de gestion. La base de coûts est essentiellement composée de coûts fixes.

TIM propose aux investisseurs une importante variété de fonds, en gérant à la fois des fonds ouverts et des fonds fermés, investis dans différentes classes d'actifs. Les fonds ouverts permettent aux investisseurs d'acheter ou de vendre leurs parts à tout moment, alors que les parts de fonds fermés ne peuvent être souscrites que pendant une période de temps limitée. La liquidité des fonds fermés est ainsi plus faible et le nombre de parts est stable une fois la période de souscription terminée. Le nombre de parts des fonds ouverts change constamment durant la vie du fonds, le volume d'actifs variant en fonction des entrées et sorties de capitaux, mais aussi en fonction de l'évolution des marchés financiers.

Le chiffre d'affaires

Les revenus de TIM sont constitués de plusieurs types de commissions :

- Les **commissions de gestion** perçues régulièrement par la société de gestion et permettant de rémunérer la gestion quotidienne des différents fonds. Pour la plupart des fonds fermés, le taux de commission de gestion est appliqué aux montants investis par la société de gestion, et non aux montants engagés par les investisseurs. Pour les fonds ouverts, ces commissions vont être appliquées à la valeur liquidative du fonds ;
- Les **commissions d'arrangement et de structuration** sont les commissions non récurrentes perçues lors de la structuration de certains *deals* ;
- Les **commissions de performance**, qui concernent les fonds ouverts (obligataires et *equity*), sont les commissions perçues sur la part de la performance supérieure à celle de l'indice de référence du fonds ;
- Les **carried interests** sont exclusivement liés aux plus-values réalisées sur certains fonds fermés. Ce sont des commissions d'intéressement à la performance, qui

permettent à TIM, TCA et TC de se voir rétrocéder une partie de la plus-value réalisée sur ces fonds au-dessus d'un TRI⁵ fixé. A fin octobre 2016, environ 70% des actifs sous gestion des activités de prêts directs (CLO de TCE compris), et la quasi-intégralité des fonds liés aux activités immobilières, octroient un droit à des *carried interests*.

Les fonds fermés garantissent des revenus sur toute la durée de vie du fonds, ces revenus étant majoritairement constitués de commissions de gestion fixées lors de la levée du fonds. Cependant, ces fonds ont des durées de vie limitées et nécessitent donc des phases de levée régulières. Les revenus des fonds ouverts sont plus irréguliers puisque les commissions de gestion sont basées sur la valeur liquidative du fonds, qui peut être affectée par des retraits de capitaux et par la variation des cours de marché. Cependant, la durée de vie d'un fonds ouverts n'est pas limitée et les afflux de nouveaux capitaux peuvent se faire à tout moment, ce qui permet une croissance des revenus plus régulière.

Les fonds de dette fermés permettent à TIM d'avoir une appréciation robuste de l'horizon de sortie et du TRI potentiel du fonds. Il en va de même pour les fonds immobiliers, puisque les immeubles gérés par TIM sont majoritairement loués avec des baux de longue durée. Une fois les fonds investis, les perspectives de rentabilité et de réalisation de *carried interests* sur cette catégorie de fonds sont ainsi plus prévisibles que pour des fonds classiques de *private equity*.

La base de coûts

Afin de distribuer ses différents fonds et d'augmenter la base de ses investisseurs, TIM a recours à différents réseaux de distributions et partenaires distributeurs. En échange de ces partenariats et de la distribution de ses fonds, TIM rétrocède une partie des commissions perçues à ses partenaires. Ces rétrocessions sont les principales charges variables de la société, les autres charges étant majoritairement fixes.

Les principales charges fixes d'une société de gestion telle que TIM sont les charges de personnel, puisque la gestion des fonds résulte de la capacité des équipes à trouver des opportunités d'investissement intéressantes, à les réaliser dans les meilleures conditions possibles et à en effectuer le suivi. Les principales autres charges d'exploitation comprennent la location et l'entretien d'immeubles, différents honoraires (juridiques, comptables, etc.), ainsi que des charges de marketing. Les charges d'exploitation de TIM sont majoritairement fixes, ce qui constitue un risque en cas de baisse des revenus. Par ailleurs, si l'augmentation de la base d'actifs sous gestion n'engendre pas nécessairement une augmentation proportionnelle des charges de personnel, elle doit s'accompagner d'un investissement dans les *process* et les outils informatiques.

IV.E.2.b. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de TIM

Barrières à l'entrée

Bien que le secteur tende à se réguler, les barrières à l'entrée restent faibles. Les investissements initiaux requis sont faibles et il suffit d'obtenir l'agrément de l'AMF pour exercer le métier de gestionnaire en France, le délai moyen d'obtention de cet agrément étant d'un peu plus de deux mois. Malgré un léger recul du nombre d'agréments entre 2014 et 2015, notamment lié à un nombre important de retraits d'agrément, l'AMF a accordé 31 nouveaux agréments à des sociétés de gestion en 2015⁶. Selon l'AFG, environ 200 sociétés de gestion ont été créées depuis 5 ans. Il ne faut cependant pas négliger l'importance de la notoriété d'une société ou de ses gestionnaires afin de démarcher des investisseurs et de collecter les fonds nécessaires à la bonne gestion de la société.

⁵ TRI : Taux de Rendement Interne

⁶ Sources : Les chiffres clés 2015 de la gestion d'actifs, AMF

Positionnement concurrentiel

Avec environ 3 600 Mds€ d'encours sous gestion à fin 2015 en France, l'industrie de la gestion d'actifs regroupe une multitude d'acteurs. L'AMF recense 627 sociétés de gestion de portefeuille agréées au 31 décembre 2015. Cependant, l'industrie est fortement concentrée puisque plus de 75% des encours totaux en France sont gérés par les 20 premières sociétés de gestion. Classé parmi les 21 « valeurs sûres » en 2016 par Deloitte, TIM est un acteur de référence dans l'industrie de la gestion d'actifs française.

Modification de l'environnement technologique

Malgré le développement d'opportunités liées aux nouvelles technologies, telles que de nouveaux outils pour le démarchage commercial ou l'amélioration de la relation client, ces technologies intensifient surtout la concurrence entre les sociétés de gestion d'actifs. Le développement du digital va de pair avec le risque d'une distribution de plus en plus désintermédiée, ainsi qu'avec l'apparition de nouveaux entrants via des plateformes électroniques (*robot-advisors*) créées par des institutions financières traditionnelles ou des *Fintechs* et susceptibles de proposer des tarifs particulièrement compétitifs.

Cyclicité de l'activité

Les sociétés de gestion d'actifs se rémunèrent principalement en prenant une commission sur les encours sous gestion. Pour les fonds ouverts, la valeur liquidative des fonds sert de base de calcul à ces commissions et peut fortement diminuer en période de stress des marchés financiers. En ce qui concerne les fonds fermés, la performance des fonds est corrélée à la cyclicité économique. Si la performance d'un fonds est mauvaise, les investisseurs vont être réticents à confier de nouveau leurs capitaux à la société de gestion. De plus, en période de crise économique, il est plus difficile pour une société de gestion de lever des capitaux et les retraits sont plus fréquents. Les sociétés de gestion sont soumises à un risque de réputation important. En effet, si un incident venait à se produire, les investisseurs retireraient massivement leurs capitaux ou ne réitéraient plus leur confiance envers la société de gestion.

Perspectives de croissance

Bénéficiant du passeport européen, les sociétés de gestion d'actifs peuvent exercer l'activité pour laquelle elles ont été agréées dans un autre Etat-membre, ce qui offre des possibilités de croissance internationale. Une fois atteint une certaine taille critique, il est aussi possible pour une société de gestion d'actifs de se positionner sur d'autres continents, comme c'est actuellement le cas pour TIM en Asie. Les enjeux liés au financement des systèmes de retraites et à la recherche de placement alternatifs de la part des investisseurs constituent également des perspectives de croissance très intéressantes pour l'industrie de la gestion d'actifs.

Diversité de l'offre

TIM propose une gamme de fonds très diversifiée, puisque la société gère à la fois des fonds ouverts et fermés, au sein de classes d'actifs variées (actions, obligations, immobilier, dette privée, gestion diversifiée). La société pourrait également utiliser les compétences de ses équipes afin de développer de nouvelles expertises sur d'autres catégories d'actifs (*private equity*, etc.).

Environnement juridique et réglementaire

Les sociétés de gestion d'actifs sont soumises aux variations de l'environnement juridique et réglementaire, que ce soit à l'échelle nationale ou européenne, ces réglementations s'étant fortement accentuées depuis la crise financière. Un changement de réglementation peut avoir des conséquences sur les revenus (réglementation encadrant les commissions facturées) mais aussi sur

les coûts (contraintes supplémentaires en termes de *reporting*, d'organisation, de *process*, etc.). A titre d'exemple, un projet de décret français est en cours d'étude afin de plafonner les commissions appliquées sur certaines catégories de fonds (FCPI et FIP).

La directive MiFID est une directive européenne qui « régit les services d'investissement dans le domaine des instruments financiers fournis par les banques, ainsi que le fonctionnement des bourses traditionnelles et des autres plateformes de négociation »⁷. La révision de cette directive a conduit à la directive MiFID II, dont l'horizon d'application est fixé à début 2018, avec une transposition dans les législations nationales à échéance juillet 2017. Les sociétés de gestion devront allouer des moyens supplémentaires à la protection des investisseurs (transparence de l'information et du reporting, typologie et connaissance du client, etc.) et respecter de nouveaux principes d'organisation interne. La directive insiste aussi sur un accroissement des exigences en termes de transparence et sur un encadrement des rétrocessions. La politique fiscale d'un pays peut également avoir son importance, puisqu'elle peut inciter les investisseurs à confier leurs capitaux à des sociétés de gestion ou à investir dans certaines catégories de fonds.

Matrice SWOT

Notre perception du positionnement stratégique de TIM est synthétisée dans la matrice forces/faiblesses ci-dessous (analyse SWOT). Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation de la société.

Tableau 9 : Analyse SWOT de TIM

Forces	Faiblesses
Les frais de gestion constituent la majorité du chiffre d'affaires de TIM et sont des revenus récurrents pendant toute la durée de vie du fonds (faible volatilité au regard des frais de performance)	Les charges sont principalement constituées de coûts fixes
Plus du quart des actifs sous gestion n'ont pas encore contribué au paiement de frais de gestion à fin juin 2016, laissant une forte marge de progression du chiffre d'affaires	Absence d'un réseau de distribution en propre
Les revenus issus des produits de dette privée, ainsi que de l'immobilier sont majoritairement prévisibles : la probabilité de réalisation du <i>carried interest</i> est plus forte que pour des fonds de <i>private equity</i>	Le nombre important de sociétés de gestion peut entraîner de fortes pressions concurrentielles, notamment des pressions sur les frais appliqués. De plus, la défaillance d'un des concurrents peut avoir un impact négatif sur la réputation de l'ensemble du secteur
Dans un environnement de taux bas, les investisseurs cherchent de plus en plus à investir dans des classes d'actifs alternatives	La capacité à lever de nouveaux fonds est très sensible aux fluctuations de l'économie globale, sans que la société ne puisse réellement influencer sur l'environnement dans lequel elle évolue
85% des investisseurs sont des investisseurs institutionnels	Méfiance des clients depuis la crise financière ; réticence à prendre des risques
	Forte dépendance à la confiance et à la réputation de la société
	Faiblesse des barrières à l'entrée
Opportunités	Menaces
Expansion internationale : un bureau a été ouvert en Asie permettant un développement de la société sur ce continent ; développement possible sur d'autres continents, notamment en Amérique où la société est peu présente	Des décisions réglementaires pourraient plafonner les frais de gestion (projet de décret français) ; renforcement de la réglementation financière et changements réglementaires courants dans le secteur ; forte dépendance aux politiques fiscales
Possibilité d'utiliser les compétences des équipes afin de se positionner sur de nouvelles classes d'actifs	Montée en puissance de la gestion passive
Problématique de financement des systèmes de retraite et recherche de placements alternatifs afin d'anticiper cette phase de la vie	Emergence de nouveaux acteurs : menace de la FinTech pour les acteurs classiques ; émergence des <i>robots-advisors</i>

Source : Associés en Finance

⁷ Source : <http://ec.europa.eu/>

IV.F. Analyse financière de Tikehau Capital

IV.F.1. Analyse financière de TC

NB : l'analyse financière présentée ci-dessous porte sur les comptes sociaux publiés par TC.

Analyse du compte de résultat

Tableau 10 : Compte de résultat 2011-2015 et S1 2016

Compte de résultat (en K€)	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R	S1 2016R
Chiffre d'affaires	583,9	712,6	572,5	1 057,5	1 199,4	288,1
Autres produits d'exploitation	-	-	0,7	-	696,4	207,6
Produits d'exploitation	583,9	712,6	573,2	1 057,5	1 895,8	495,8
Autres achats et charges externes	(4 018,1)	(5 450,2)	(12 739,0)	(13 999,2)	(11 813,8)	(5 617,5)
Autres charges d'exploitation	(544,4)	(868,3)	(4 779,7)	(2 635,0)	(1 984,5)	(1 614,5)
Charges d'exploitation	(4 562,5)	(6 318,5)	(17 518,8)	(16 634,3)	(13 798,3)	(7 232,0)
Résultat d'exploitation	(3 978,6)	(5 605,9)	(16 945,5)	(15 576,8)	(11 902,5)	(6 736,2)
Dividendes reçus sur le portefeuille	648,5	2 549,4	81 037,1	17 446,9	12 614,0	12 261,9
Intérêts et coupons reçus sur le portefeuille	4 028,5	8 282,1	10 167,9	13 163,2	6 038,3	7 116,7
Intérêts reçus sur placements à CT et gains sur dérivés	4 901,0	4 331,9	8 405,9	8 067,1	5 038,9	96,7
Produit nets de cession de placements à CT	2 109,4	(1 295,4)	8 438,7	18 136,9	13 987,6	7,0
Dotations et reprises de provisions sur le portefeuille	(14 213,3)	9 738,9	(42 895,4)	(5 330,0)	15 543,8	(7 841,4)
Effets de change sur le portefeuille	232,7	125,1	114,8	1 061,3	526,3	88,2
Intérêts payés sur les emprunts et pertes sur dérivés	(2 808,0)	(8 177,4)	(2 903,2)	(6 277,5)	(29 867,7)	(20 609,5)
Résultat financier	(5 101,1)	15 554,6	62 365,8	46 267,9	23 881,1	(8 880,5)
Produits de cession sur le portefeuille	10 294,5	99,1	2 529,0	12 479,9	16 605,2	12 440,6
VNC des éléments de portefeuille cédés	(10 360,4)	(1 204,9)	(2 707,8)	(12 105,8)	(25 518,7)	(11 965,4)
Produits nets de cession sur le portefeuille	(65,9)	(1 105,8)	(178,8)	374,1	(8 913,5)	475,2
Produits exceptionnels divers	41,2	935,7	(254,9)	1 670,9	1 515,9	-
Dotations à l'amortissement dérogatoire	(1,3)	(1,3)	(391,8)	(390,8)	(390,5)	(195,3)
Autres éléments exceptionnels	39,9	934,4	(646,7)	1 280,1	1 125,4	(195,3)
Résultat courant avant impôts	(9 105,8)	9 777,3	44 594,8	32 345,3	4 190,6	(15 336,8)
Impôts totaux	333,3	(1 506,3)	(2 603,6)	(5 976,8)	-	-
Résultat net comptable part du groupe	(8 772,4)	8 271,0	41 991,2	26 368,6	4 190,6	(15 336,8)

Source : rapports annuels

Le chiffre d'affaires de TC est essentiellement composé des différentes commissions perçues. La rémunération dite fixe (2% de l'ANR) et la rémunération dite variable (12,5% du résultat net) versées à TCA constituent, avant la transformation de TC en SCA, la majeure partie des charges externes. Les autres charges d'exploitation comprennent les impôts et taxes, ainsi que les dotations aux amortissements. Le résultat d'exploitation de TC est négatif et représente la base de coûts engendrés par la gestion du portefeuille, ce qui est commun pour les sociétés d'investissement. Il s'établissait à -11,9 M€ en 2015 contre -15,6 M€ en 2014, notamment du fait de la baisse du résultat net et donc de la rémunération variable versée à TCA.

Le résultat financier intègre les différents flux perçus sur le portefeuille et sur les placements à court-terme de TC, la variation des provisions sur le portefeuille, ainsi que les intérêts versés et les pertes enregistrées sur les dérivés. Il s'établissait à 23,9 M€ en 2015 contre 46,3 M€ en 2014, notamment du fait d'une perte nette sur produits dérivés de -21,0 M€ enregistrée en 2015. Les produits nets de cession enregistrés sur le portefeuille en 2015 sont négatifs, notamment du fait de la cession d'une partie de la participation de TC dans Tikeflo au FCPI Tikeflo Invest III. Le résultat net de TC s'établit ainsi à 4,2 M€ en 2015 contre 26,4 M€ en 2014.

Analyse du bilan

Tableau 11 : Bilan 2011-2015 et S1 2016

Bilan (en K€)	2011	2012	2013	2014	2015	S1 2016R
Titres de participations	28 000,5	39 851,6	160 703,1	251 751,2	306 206,8	313 064,7
Créances rattachées aux participations	20 360,5	76 918,4	21 042,2	50 653,8	52 543,6	66 252,3
Autres titres immobilisés	81 239,8	100 380,5	92 916,5	111 735,2	228 425,0	230 809,7
Créances rattachées aux autres titres immobilisés	508,2	505,7	514,1	510,5	1 019,5	777,7
Prêts (Duke Street via Tikehau DS LLP)	-	-	98,4	179,6	183,5	185,5
Portefeuille de participations	130 109,1	217 656,2	275 274,3	414 830,3	588 378,4	611 089,9
Tresorerie	2 425,6	1 109,7	20 500,9	60 002,0	6 075,6	48 875,0
Valeurs mobilières de placement	42 977,7	34 712,0	92 624,3	50 789,7	40 827,3	31 474,2
Trésorerie et VMP	45 403,3	35 821,7	113 125,2	110 791,7	46 902,8	80 349,2
Créances d'exploitation	1 972,8	1 303,8	1 114,5	1 797,6	5 181,5	10 150,6
Immobilisations incorporelles	112,0	67,9	38,8	13,1	36,9	35,6
Ecart de conversion actif	272,9	221,4	42,7	136,8	201,4	293,0
Frais d'émission d'emprunt à répartir	-	-	-	-	548,6	-
Autres actifs	2 357,8	1 593,2	1 196,0	1 947,4	5 968,3	10 479,2
Actif total	177 870,1	255 071,1	389 595,4	527 569,4	641 249,6	701 918,3
Fonds propres	126 846,8	174 147,6	270 114,1	394 967,8	384 365,9	369 224,4
Provisions	372,0	221,4	160,1	136,8	201,4	293,0
Dettes financières	49 963,2	77 650,6	110 408,3	122 461,0	252 882,3	329 463,7
Dettes d'exploitation	249,8	2 701,5	8 472,7	8 723,3	2 056,6	1 723,7
Ecart de conversion passif	438,4	350,0	440,2	1 280,5	1 743,4	1 213,4
Passif total	177 870,1	255 071,1	389 595,4	527 569,4	641 249,6	701 918,3

Source : rapports annuels

Les titres de participations correspondent aux participations sur lesquelles TC exerce une influence particulière, ce qui est souvent caractérisé par la détention de plus de 10% du capital. Elles comprennent notamment les participations de TC dans Salvepar, Tikeflo, TCE, SES ou HDL. Les autres titres immobilisés correspondent aux investissements de long-terme sur lesquels TC n'exerce pas d'influence particulière, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations ou de parts de FCP.

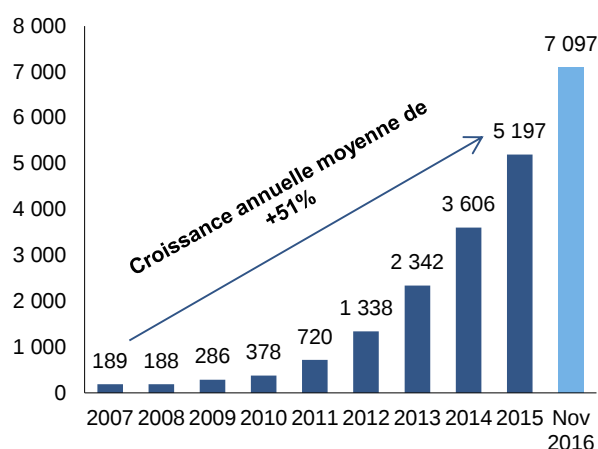
La valeur du portefeuille de participations de TC a significativement progressé sur la période 2011-2015, au rythme de +45,8% par an. La progression des titres de participations est notamment liée à l'investissement progressif dans Salvepar, qui s'est poursuivi en 2015 avec la souscription de 64,1 M€ d'ORNANE et le choix de recevoir le dividende en actions. L'augmentation des autres titres immobilisés comprend l'investissement dans le premier CLO lancé par TCE pour 34,3 M€, ainsi que la souscription de 51,9 M€ dans les fonds Tikehau Real Properties II et Tikehau Real Properties III lancés par TIM.

Ces nouveaux investissements ont pu être financés par les différentes augmentations de capital réalisées en 2012, 2013, 2014. TC a également procédé à une émission de 176 M€ d'obligations convertibles en 2015, qui ont depuis été intégralement converties lors de l'augmentation de capital de juillet 2016.

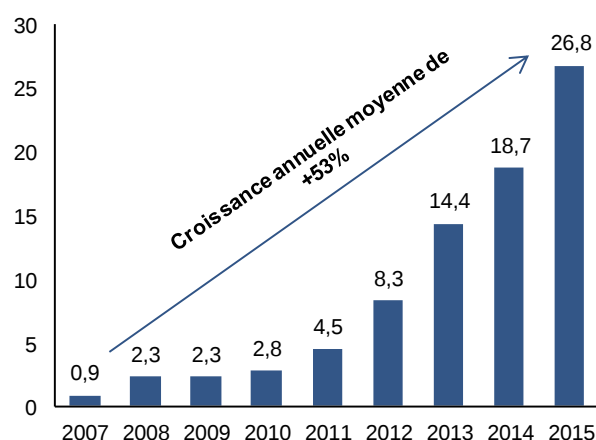
IV.F.2. Analyse financière de TIM

Depuis sa création, les actifs sous gestion de TIM ont fortement augmenté, affichant un taux de croissance annualisé de +51,3% entre 2007 et 2015, et un taux de croissance annualisé de +68,9% entre 2010 et 2015. Son chiffre d'affaires a suivi la même tendance : il s'établissait à 0,9 M€ fin 2007 et il atteint 26,8 M€ fin 2015 (après déduction des rétrocessions sur certaines commissions). La croissance annuelle du chiffre d'affaires entre 2010 et 2015 s'établit à +56,6%.

Graphique 17 : Evolution des actifs sous gestion (M€)



Graphique 18 : Evolution du chiffre d'affaires net de rétrocessions (M€)



Source : TIM, Associés en Finance

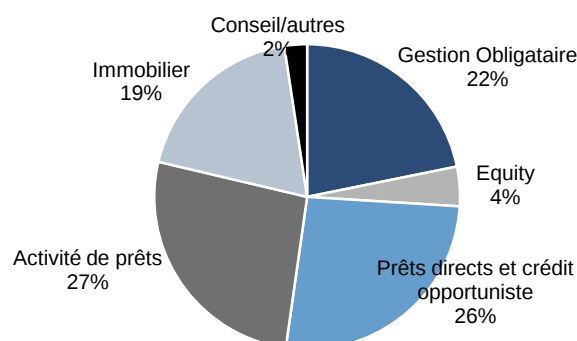
Cette forte progression des actifs est en partie due à une diversification de l'offre commerciale de TIM depuis sa création. En 2008, 96% des actifs sous gestion étaient investis dans des fonds de prêts directs et crédit opportuniste, les 4% restants étant de la gestion obligataire. A fin novembre 2016, 26% des actifs sont alloués à l'activité de prêts directs et crédit opportuniste, 22% à la gestion obligataire (fonds ouverts et mandats), le reste étant investi en immobilier (19%), activités de *loans* (22%) ainsi qu'en gestion « actions » (4%).

Tableau 12 : Evolution des actifs sous gestion sur la période 2013-2015 et à fin novembre 2016

Actifs sous gestion (M€)	déc-13	déc-14	déc-15	novembre-16
Gestion Obligataire	811,3	1 237,7	1 794,6	1 548,0
Equity	35,5	108,0	205,3	296,6
Prêts directs et crédit opportuniste	826,3	1 224,7	1 588,3	1 863,1
Activité de prêts	301,2	510,9	713,8	1 877,0
Immobilier	31,6	250,9	688,3	1 342,5
Conseil/autres	335,7	273,7	206,3	169,8
Total des Actifs sous gestion	2 341,6	3 605,9	5 196,6	7 097,1
<i>Croissance (%)</i>	<i>75,0%</i>	<i>54,0%</i>	<i>44,1%</i>	<i>36,6%</i>

Sources : TIM, Associés en Finance

Graphique 19 : Répartition des actifs sous gestion à fin novembre 2016



Sources : TIM, Associés en Finance

Analyse du compte de résultat

Tableau 13 : Compte de résultat sur la période 2014-2015 et sur le premier semestre 2016

Compte de résultat (M€)	déc-14	déc-15	juin-16
Chiffre d'affaires (net de rétrocessions)	18,7	26,8	16,9
<i>Croissance (%)</i>	<i>30,2%</i>	<i>43,0%</i>	
Charges de personnel	(5,6)	(10,9)	(7,5)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>-30,0%</i>	<i>-40,6%</i>	<i>-44,3%</i>
Autres charges d'exploitation	(7,0)	(11,9)	(8,9)
EBITDA	6,1	4,0	0,5
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>32,4%</i>	<i>14,9%</i>	<i>3,1%</i>
Dotations nettes aux Amortissements	(0,1)	(0,2)	(0,1)
EBIT	6,0	3,8	0,4
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>32,0%</i>	<i>14,2%</i>	<i>2,6%</i>
Résultat financier	0,6	0,2	(0,0)
Résultat avant impôts	6,6	4,0	0,4
Résultat exceptionnel avant impôts	0,0	0,1	0,2
Impôts totaux	(2,2)	(1,5)	(0,5)
Résultat après impôts	4,4	2,6	0,1
<i>Marge nette (%)</i>	<i>23,6%</i>	<i>9,9%</i>	<i>0,8%</i>

Sources : TIM, Associés en Finance

Le chiffre d'affaires a progressé de +43% en 2015, en raison de la progression des actifs sous gestion. Le chiffre d'affaires de TIM est principalement composé de commissions de gestion et de commissions d'arrangement et de structuration liées aux activités de prêts directs et aux activités immobilières. Les commissions de gestion constituent la principale source de revenus récurrente, une majorité des fonds proposés par TIM étant des fonds fermés. Les commissions d'arrangement et de structuration représentent la deuxième contribution au chiffre d'affaires à fin juin 2016. Le reste du chiffre d'affaires est principalement constitué de commissions de performance liées aux fonds ouverts. Aucun *carried interest* n'a été versé en 2015 et au premier semestre 2016.

A fin juin 2016, 57,3% des actifs sont soumis aux commissions de gestion, laissant une marge de progression du chiffre d'affaires au seul regard de l'augmentation à venir du taux d'actifs soumis à ces commissions de gestion. En effet, une partie des fonds gérés donnent lieu au paiement de commissions calculées sur la base des montants investis, ce qui justifie un effet de retard entre la levée des fonds et leur génération de chiffre d'affaires.

Les charges de personnel ont sensiblement augmenté, pour s'établir à 10,9 M€ en 2015 contre 5,6 M€ fin 2014. En effet, TIM a anticipé la forte croissance de ses encours sous gestion en procédant à de nombreux recrutements (environ 50 personnes), nécessaires afin de mener les différentes levées de fonds et d'opérer leur investissement. En complément, TIM a ouvert de nouveaux bureaux, ce qui a eu pour conséquence une augmentation des charges opérationnelles.

Les autres charges d'exploitation sont principalement composées de charges liées à la location et l'entretien d'immeubles, d'honoraires juridiques et comptables, de charges liées à sa filiale en Asie, ainsi que de frais de marketing et de frais liés au contrat de prestation de services (comptables, juridiques, etc..) passé entre TIM et TCA. La filiale de TIM en Asie est actuellement un bureau de recherche à Singapour ayant pour vocation de développer un fonds dans cette région. Cette filiale ne génère actuellement pas de revenus et refacture la majorité de ses coûts à TIM.

L'activité de gestion d'actifs est peu capitalistique : les montants d'immobilisations incorporelles et corporelles sont ainsi minimales. Les dotations aux amortissements sont faibles, ayant pour conséquence un faible écart entre EBITDA et EBIT.

Le résultat net de TIM a diminué entre 2014 et 2015, s'établissant à 2,6 M€ fin 2015 contre 4,4 M€ fin 2014. Cette baisse s'est poursuivie au premier semestre 2016. Ceci est dû au décalage

temporel entre la levée des fonds et leur investissement, et ainsi au décalage entre les frais supplémentaires notamment liés aux embauches et la génération de nouveaux revenus.

Analyse du bilan

Tableau 14 : Bilan simplifié sur la période 2013-2015 et à fin juin 2016

Bilan (M€)	déc-13	déc-14	déc-15	juin-16
Immobilisations incorporelles	-	-	0,1	0,1
Immobilisations corporelles	0,1	0,4	0,7	0,7
Immobilisations financières	0,7	2,2	2,2	3,1
Créances d'exploitation	3,8	3,8	8,6	9,4
Trésorerie	5,4	15,3	13,7	14,5
Actif	9,9	21,6	25,3	27,8
Fonds propres	3,4	14,4	14,4	14,5
Provisions	0,3	0,3	0,0	0,0
Dette d'exploitation	5,9	7,0	10,9	13,3
Passif	9,6	21,6	25,3	27,8

Sources : TIM, Associés en Finance

Comme cité précédemment, l'activité de gestion d'actifs nécessite peu d'investissements et donc peu d'immobilisations corporelles et incorporelles. L'actif du bilan est principalement constitué de créances d'exploitation et de trésorerie, ainsi que d'immobilisations financières.

Les immobilisations financières s'établissent à 2,2 M€ à fin 2015 et à 3,1 M€ à fin juin 2016. Elles sont principalement composées des titres de la filiale en Asie de TIM (filiale à 100%) dont la valeur comptable a augmenté entre fin décembre 2015 (1,5 M€) et fin juin 2016 (2,5 M€) en raison d'une recapitalisation par TIM de cette filiale. Les créances ont augmenté entre 2014 et 2015 et s'établissent à 9,4 M€ fin juin 2016. La société ne dispose pas de stocks en raison de la particularité de son activité. La trésorerie a fortement augmenté au cours de l'exercice 2014, notamment suite à l'augmentation de capital souscrite par Amundi. A fin juin 2016, elle s'établit à 14,5 M€.

La société n'a pas de provisions et peu de dettes financières à son passif à fin juin 2016. La société est ainsi dans une situation de trésorerie nette positive de 13,5 M€ à fin juin 2016, avant l'augmentation de capital de 15,0 M€ qui a eu lieu en novembre 2016.

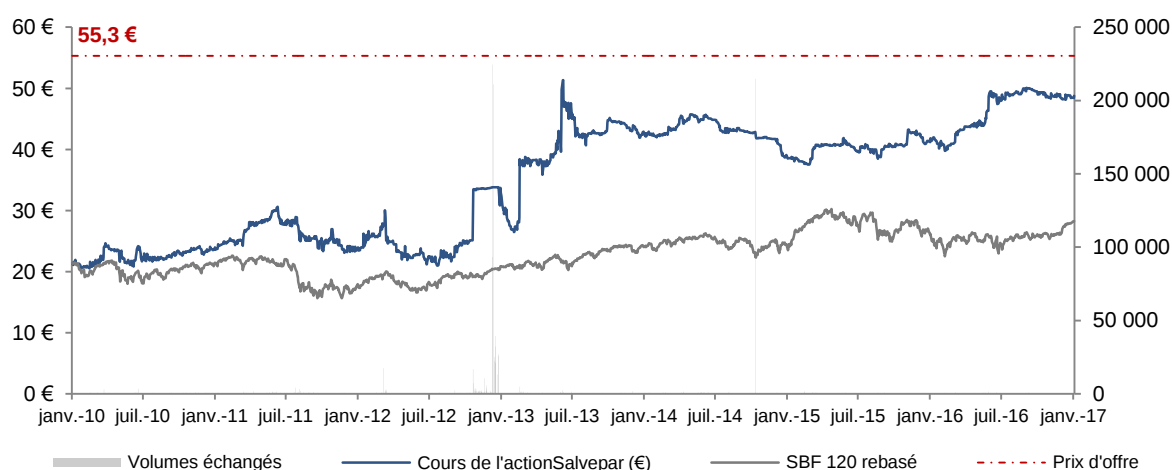
L'activité de TIM génère un besoin en fonds de roulement (BFR) négatif, notamment en raison du décalage entre la perception des différentes commissions et la rétrocession d'une partie de ces commissions aux partenaires distributeurs.

V. Evaluation de Salvepar

V.A. Examen du cours de l'action

Sur l'ensemble de la période étudiée (2010-2017), le cours ajusté de l'action Salvepar⁸ a progressé de +129,3% contre +52,8% pour l'indice Euro Stoxx, ce qui représente une performance moyenne annualisée de +12,6% contre +6,2% pour l'indice Euro Stoxx. Le cours de l'action a oscillé entre un minimum de 20,5 € et un maximum de 51,3 €. Le point haut a été atteint le 10 juin 2013, quelques jours après le versement du dividende exceptionnel de 55,5 € par action ayant eu lieu le 6 juin 2013. Le cours de l'action Salvepar avait déjà fortement réagi à la suite de l'annonce du versement de ce dividende exceptionnel à la fin du mois de février 2013. Les variations du cours de l'action Salvepar ont été les plus fortes au cours des années 2012 et 2013, notamment au mois d'octobre 2012 suite à l'annonce de l'OPAS initiée par TC et consécutive au rachat de la participation majoritaire détenue par Société Générale.

Graphique 20 : Evolution du cours de bourse ajusté de Salvepar 2010-2017



Source : Bloomberg

Sur les douze derniers mois, le cours moyen pondéré par les volumes quotidiens de l'action Salvepar a atteint son plus haut niveau le 7 septembre 2016 à 50,1 €, et son plus bas niveau au 15 février 2016 à 39,9 €. Au 6 janvier 2017, le cours de Salvepar, pondéré par les volumes échangés, s'établit à 48,77 € (et à 48,79 € en clôture).

⁸ Les cours présentés sont corrigés des dividendes versés et autres opérations sur le capital de la Société.

Tableau 15 : Evolution du cours moyen pondéré des volumes de Salvepar et primes induites par l'OPA

Données boursières Salvepar		Cours moyen pondéré (€)	Prime induite pour l'offre en numéraire
6-janv.-17		48,77	13,4%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours		48,58	13,8%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois		48,57	13,9%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois		48,72	13,5%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois		49,04	12,8%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 an		46,54	18,8%
Plus haut sur 1 an	7-sept.-16	50,05	10,5%
Plus bas sur 1 an	15-févr.-16	39,94	38,5%

Source : Bloomberg

Le prix d'Offre de 55,3 € extériorise une prime de +13,4% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes corrigé des dividendes au 6 janvier 2017 et de +13,3% par rapport au cours de clôture à cette même date. Les primes calculées par rapport aux moyennes de cours sont semblables : le prix d'Offre extériorise une prime de +13,9% par rapport à la moyenne sur un mois des cours moyens pondérés par les volumes corrigés des dividendes, de +13,5% par rapport à la moyenne sur trois mois, de +12,8% par rapport à la moyenne sur six mois et de +18,8% par rapport à la moyenne sur un an.

Tableau 16 : Volumes échangés sur l'action Salvepar

Date	VWAP (€)	Nbre moyen d'actions échangées ('000)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées ('000)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
6-janv.-17	48,77	0,02	0,00%	0,01%	0,02	0,00%	0,01%
Moy. 10 jours	48,58	0,09	0,00%	0,06%	0,90	0,01%	0,58%
Moy. 1 mois	48,57	0,08	0,00%	0,05%	1,81	0,02%	1,17%
Moy. 3 mois	48,72	0,10	0,00%	0,06%	6,16	0,08%	4,01%
Moy. 6 mois	49,04	0,13	0,00%	0,08%	16,77	0,23%	10,92%
Moy. 1 an	46,54	0,20	0,00%	0,13%	50,34	0,68%	32,76%
Plus haut sur 1 an	50,05						
Plus bas sur 1 an	39,94						

Date : 7-sept.-16

Date : 15-févr.-16

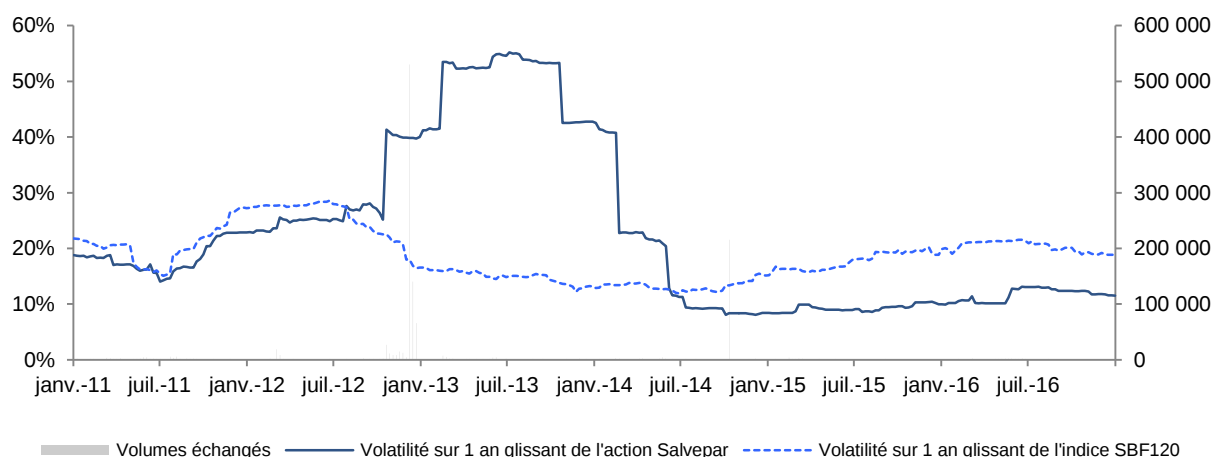
(*) sur la base du nombre total d'actions Salvepar (7,452 M d'actions) et du flottant total (0,154 M d'actions)

Source : Bloomberg

La liquidité du titre est faible. En moyenne sur un an au 6 janvier 2017, 199 actions ont été échangées par jour de négociation (cf. Tableau 16). Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissent à 50,3 milliers de titres, soit 0,7% du capital de la société ou 32,8% du flottant.

Volatilité de l'action Salvepar

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité présentée ci-dessous est calculée sur la base de la série de rentabilités hebdomadaires historiques de l'action Salvepar.

Graphique 21 : Evolution de la volatilité de Salvepar 2010-2017⁹

Source : Bloomberg

La volatilité du titre Salvepar a été particulièrement forte au cours des années 2012 et 2013, en lien avec les événements décrits plus haut (versement du dividende exceptionnel et prise de contrôle par TC). Depuis le deuxième semestre de l'année 2014, la volatilité s'est stabilisée autour de 10%. La volatilité du cours de l'action est ainsi essentiellement orientée par les événements exceptionnels et oscille autour d'un niveau assez faible dans les situations normatives.

Evolution de la décote du cours par rapport à l'Actif Net Réévalué

Si la valeur de l'Actif Net Réévalué ou ANR est une référence pertinente de valorisation des sociétés d'investissement, elle ne peut être directement substituée à la valorisation des fonds propres. Salvepar, en tant que société d'investissement cotée, prend des participations minoritaires dans des groupes cotés et non cotés. La Société détient des participations minoritaires, ce qui l'expose à une gestion décidée par autrui. Certaines participations sont également illiquides et pourraient ne pas nécessairement être cédées à leur valeur d'ANR. De plus, la gestion active des participations génère des frais, notamment humains, juridiques, techniques ou financiers.

Ces différents éléments impliquent donc que la valorisation des fonds propres des sociétés d'investissement soit décotée par rapport à leur ANR. Le Tableau 17 présente l'évolution de la valeur boursière de Salvepar par rapport à l'ANR publié trimestriellement depuis le 31 décembre 2012.

⁹ Les montants de volumes échangés sont des montants cumulés hebdomadaires.

Tableau 17 : Evolution de la décote d'ANR¹⁰ de Salvepar 2012-2016

	31/12/2012	31/03/2013	30/06/2013	30/09/2013	31/12/2013	31/03/2014	30/06/2014	30/09/2014
ANR de Salvepar (M€)	167,7	170,9	85,0	221,3	232,4	237,2	372,1	363,2
ANR par action	51,6 €	51,6 €	54,3 €	52,7 €	55,3 €	56,5 €	54,3 €	53,0 €
Cours de bourse	30,8 €	38,3 €	45,2 €	42,9 €	42,8 €	43,9 €	44,9 €	42,8 €
<i>Décote</i>	<i>(40,3%)</i>	<i>(25,9%)</i>	<i>(16,8%)</i>	<i>(18,5%)</i>	<i>(22,6%)</i>	<i>(22,3%)</i>	<i>(17,4%)</i>	<i>(19,3%)</i>
	31/12/2014	31/03/2015	30/06/2015	30/09/2015	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016	30/09/2016
ANR de Salvepar	365,4	372,3	380,1	380,2	401,6	394,9	409,7	412,4
ANR par action	53,3 €	54,3 €	53,0 €	53,0 €	56,0 €	55,1 €	54,9 €	55,3 €
Cours de bourse	38,9 €	40,5 €	39,8 €	40,4 €	41,4 €	43,3 €	47,9 €	49,5 €
<i>Décote</i>	<i>(26,9%)</i>	<i>(25,4%)</i>	<i>(25,0%)</i>	<i>(23,8%)</i>	<i>(26,1%)</i>	<i>(21,4%)</i>	<i>(12,8%)</i>	<i>(10,5%)</i>

Source : Société, Bloomberg

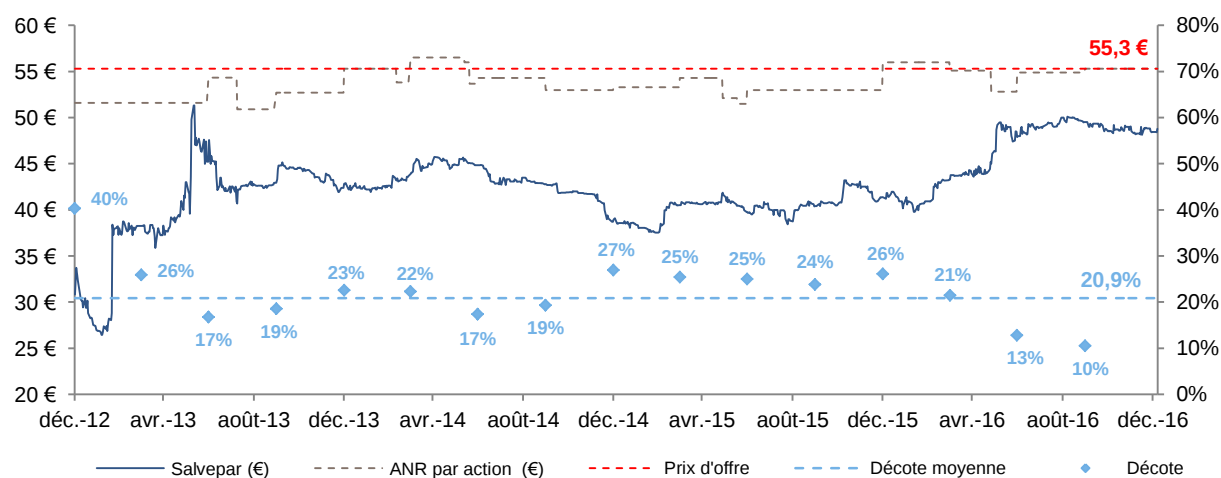
Depuis le 31 décembre 2012, sur la base des références trimestrielles d'ANR de Salvepar et des cours de l'action de la Société, la décote de la valeur boursière par rapport à la valeur d'ANR a évolué entre -10,5% au 30 septembre 2016 et -40,3% au 31 décembre 2012. Si la décote s'est fortement réduite sur les dernières années, son évolution n'a pas été linéaire : elle a eu tendance à se réduire au cours de l'année 2013, période où le cours de bourse a fortement progressé, puis l'écart s'est à nouveau creusé au cours de l'année 2015, sur fond de recul général des marchés actions.

Le niveau moyen de décote observé entre le cours de bourse de Salvepar et la valeur d'ANR s'établit à -20,9% depuis le 31 décembre 2012. La reproduction de ce calcul de décote sur un échantillon de sociétés d'investissement¹¹ et de *holding* françaises laisse apparaître une décote moyenne de -37,7% de la valeur des cours par rapport aux ANR de ces sociétés.

Au 30 septembre 2016, le cours de l'action Salvepar affichait une décote de -10,5% par rapport à la valeur d'ANR par action publié. La réduction de la décote s'explique en partie par les bonnes publications de résultats de Salvepar et la hausse générale des marchés actions. Le prix d'Offre ayant été calé sur l'ANR par action publié au 30 septembre 2016, la prime offerte par rapport au cours de bourse à cette même date est de +11,7%.

¹⁰ Tous les ANR publiés par la Société prennent en compte le versement des dividendes

¹¹ Altamir, Wendel, FFP, Compagnie Lebon, IDI et Eurazeo.

Graphique 22 : Evolution de la décote d'ANR¹² de Salvepar 2012-2017

Source : Société, Bloomberg, Associés en Finance

A titre indicatif, sur la base d'une décote moyenne de -20,9%¹³ et de la valeur d'ANR publiée au 30 septembre 2016, le cours théorique qui résulterait de l'application de cette décote à l'ANR serait de 43,7 € par action Salvepar. Dès lors, la prime extériorisée par le prix d'Offre serait de +26,5% (contre +11,7% par rapport au cours coté à cette même date).

Pour rappel, le prix de l'OPAS initiée en octobre 2012 extériorisait une décote de -15,7% par rapport à l'ANR publié au 30 juin 2012.

V.B. Méthodes écartées pour l'évaluation des actions ordinaires

V.B.1. Méthode des comparables boursiers

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

L'activité de Salvepar rend l'évolution du niveau de résultat totalement dépendante des cycles et de la stratégie d'investissement, mais aussi de la base de coûts. Chaque société d'investissement sa propre stratégie. Dès lors, identifier des sociétés directement comparables n'a pas été possible et retenir cette méthode d'évaluation dans le cadre de la valorisation de Salvepar n'apparaît pas pertinent.

¹² Les niveaux d'ANR ont été retraités des versements de dividendes le jour de leur détachement ainsi que des effets des différentes augmentations de capital.

¹³ Soit le niveau moyen déjà cité de décote constaté sur un échantillon de sociétés d'investissement françaises

V.B.2. Méthode des transactions comparables

La Méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. L'absence de données fiables sur ces multiples et l'absence de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables imposent de ne pas retenir cette méthode d'évaluation dans le cadre de la valorisation de Salvepar.

A titre informatif, le 1^{er} décembre 2016, la société de gestion et d'investissement NextStage a été introduite en bourse au prix de 100,0 € par action, extériorisant une décote de -1,3% par rapport à l'ANR par action publié au 30 juin 2016. Initialement, la société estimait être en mesure de parvenir à lever entre 21 M€ et 44,9 M€ de capitaux en cas d'exercice complet de l'option de sur-allocation. L'offre s'est finalement conclue par la souscription par les investisseurs de 27,2 M€.

V.B.3. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

Compte tenu de la spécificité de l'activité et de l'irrégularité des résultats générés par la détention et la cession de participations en portefeuille, l'utilisation de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie n'apparaît pas pertinente et a donc été écartée.

V.B.4. Méthode d'actualisation des dividendes

Compte tenu de la typologie de son activité, Salvepar n'est pas en mesure de contrôler la politique de distribution des dividendes des sociétés qu'elle détient en portefeuille et, par conséquent, la sienne. A cet égard, l'utilisation de la méthode d'actualisation des dividendes n'a pas été retenue dans le cadre de l'évaluation de Salvepar.

V.C. Méthodes retenues pour l'évaluation des actions ordinaires

V.C.1. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers sur Salvepar (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Le prix d'Offre de 55,3 € par action extériorise une prime de +10,6% par rapport à l'objectif de cours de l'analyste de CM-CIC Securities au 30 décembre 2016 (50,0 €). Il est à noter qu'à la date du présent rapport, CM-CIC est le seul bureau d'analyse procédant à un suivi de la valeur.

V.C.2. Méthode de l'Actif Net Comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques, qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la société. Dans le cas présent, les immobilisations financières étant estimées à la juste valeur dans les comptes publiés en IFRS, cette méthode constitue cependant une référence pertinente d'évaluation.

Tableau 18 : Valeur d'actif net comptable de Salvepar au 30 juin 2016

Valeur des capitaux propres de Salvepar au 30 juin 2016 (M€) - IFRS (1)	415,3
Nombre d'actions (M)	7,5
ANC par action (€)	55,7 €
Valeur d'émission des ADP (M€)	6,5
Valeur du dividende prioritaire au 30 septembre 2016	3,2
Valeur d'émission des ADP y.c. dividende prioritaire (2)	9,7
Valeur des capitaux propres nets des ADP et du dividende prioritaire (3) = (1)-(2)	405,7
Nombre d'actions (M)	7,5
ANC par action net de la valeur d'émission des ADP et du dividende prioritaire	54,4 €

Source : Salvepar, Associés en Finance

Afin de refléter au mieux la valeur de Salvepar revenant aux porteurs d'actions ordinaires, la valeur de l'Actif Net Comptable a été retraitée du dividende prioritaire à verser aux porteurs d'ADP et de leur valeur d'émission. En effet, en cas de liquidation de la Société, le produit net de liquidation après règlement du passif serait d'abord employé à verser aux titulaires d'ADP leur dividende prioritaire puis à leur rembourser le prix d'émission. Au 30 septembre 2016, le montant du dividende prioritaire revenant aux porteurs d'ADP était de 3,2 M€ et la valeur d'émission de 6,5 M€.

L'Actif Net Comptable par action tel qu'il ressort des derniers comptes publiés par Salvepar au 30 juin 2016 s'établit à 55,7 € par action. En le retraitant de la valeur d'émission des ADP et du dividende prioritaire à verser à leurs porteurs, l'Actif Net Comptable par action s'établit à 54,4 €.

Le prix d'Offre de 55,3 € extériorise ainsi une prime de +1,7% par rapport à l'Actif Net Comptable par action retraité de la valeur d'émission des ADP et du dividende prioritaire à verser à leurs porteurs.

V.C.3. Méthode de l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour les sociétés *holding*. Le dernier ANR par action publié par Salvepar s'établissait à 55,3 € au 30 septembre 2016. La revalorisation des actifs est dans le cas présent réalisée pour les participations dans les sociétés cotées (et non cotées dans le cas de la participation dans HDL et ECF) afin de rendre compte de leur valeur au 6 janvier 2017 et de déterminer ainsi la valeur de l'ANR au 6 janvier 2017.

V.C.3.a. Réévaluation des participations cotées, directes et indirectes

Réévaluation des participations directes cotées de Salvepar

Dans le calcul de l'ANR, les titres cotés sont valorisés sur la base de la moyenne des cours des 20 dernières journées de bourse (avant clôture). Compte tenu de la liquidité des titres, aucune décote n'est appliquée. En appliquant cette méthodologie au 6 janvier 2017, la valeur des participations cotées détenues par Salvepar ressort à 74,8 M€.

Il convient cependant de préciser que la participation dans GIMV est détenue indirectement au travers d'une société détenue à 100% par Salvepar. Aucune décote d'illiquidité n'est appliquée sur le montant de la participation.

Tableau 19 : Evolution des cours du portefeuille coté de Salvepar au 6 janvier 2017

Société	Pays	Cours au 06-01-2017		Cours au 30/09/2016		Différence	
		Spot	Moy 20j	Spot	Moy 20j	Spot	Moy 20j
Naturex(€)	France	84,0 €	82,5 €	79,8 €	79,9 €	5,3%	3,3%
Heurtey (€)	France	24,5 €	24,9 €	17,7 €	17,6 €	38,1%	41,3%
Latecoère (€)	France	4,2 €	4,0 €	3,6 €	3,6 €	17,9%	10,3%
Serge Ferrari (€)	France	11,7 €	11,6 €	14,0 €	13,1 €	-16,5%	-11,7%
Enteq Upstream (€)	Royaume	0,2 €	0,2 €	0,2 €	0,2 €	20,0%	18,4%
GIMV (€)	Belgique	52,1 €	52,3 €	47,2 €	47,6 €	10,3%	9,9%

Source : Société, Bloomberg, Associés en Finance

La principale variation depuis fin septembre 2016 (+38,1%) concerne la hausse du cours du titre Heurtey Petrochem, en raison de l'offre publique initiée par Axens. Le cours de l'action Enteq Upstream a progressé de +20,0%, notamment suite à la publication des résultats semestriels 2016. A l'opposé, le cours de l'action Serge Ferrari a particulièrement mal réagi suite à la publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2016 et affiche une baisse de -16,5% sur le trimestre écoulé depuis le 30 septembre 2016.

Au 6 janvier 2017, la revalorisation des participations cotées aboutit à une hausse de l'ANR de +4,3 M€ après prise en compte des impôts latents.

Réévaluation de la participation indirecte dans la société Assystem

La participation détenue de manière indirecte dans Assystem à travers HDL est revalorisée par la Société par l'application de la méthode des multiples sur la base d'un échantillon de sociétés comparables. L'échantillon retenu est composé des sociétés Altran, Alten et Akka. La société Ausy, habituellement retenue par Salvepar dans le cadre de ses travaux de valorisation, n'a pas été retenue par Associés en Finance compte tenu de l'offre publique d'achat dont elle fait actuellement l'objet.

Nous avons retenu les multiples¹⁴ moyens d'EBIT 2017 et 2018 (10,1x et 8,8x) qui tiennent compte à la fois des niveaux de marge opérationnelle et d'intensité capitalistique des sociétés. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre les différentes sociétés, ainsi que les multiples d'EBITDA qui ne permettent pas de prendre en compte l'intensité capitalistique des sociétés ni les différences éventuelles dans les politiques d'amortissement.

Compte tenu de la taille d'Assystem par rapport aux sociétés de l'échantillon, une décote de -20% est appliquée aux multiples extériorisés. Par ailleurs, la participation étant détenue de manière indirecte à travers les sociétés HDL et HDLD, et Salvepar étant partie à un pacte d'actionnaires restreignant sa capacité à céder sa participation, une décote de liquidité de -10% est également appliquée.

En revalorisant Assystem au 6 janvier 2017 sur la base de son échantillon de sociétés comparables et des prévisions du consensus, la participation indirecte détenue par Salvepar progresse de +9,9 M€ après prise en compte des impôts latents.

A titre indicatif, le cours de bourse de l'action Assystem a progressé de +13,5% au cours des six derniers mois. Sur la base du cours de bourse au 6 janvier 2017, la valorisation de la participation dans Assystem après décote serait sensiblement équivalente à celle extériorisée par les multiples.

¹⁴ Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 6 janvier 2017.

V.C.3.b. Réévaluation des participations non cotées

La méthodologie d'évaluation des titres non cotés détenus par Salvepar dépend principalement de leur date d'acquisition. Durant les douze premiers mois de détention, la participation est valorisée au prix d'achat, et peut être diminuée en cas d'événements majeurs intervenant dans l'entreprise sous-jacente. Après les douze premiers mois de détention, les participations sont valorisées sur la base d'une méthode multicritères (comparables, transactions, multiples d'entrée, opérations sur le capital ou actualisation des flux de trésorerie). En cas de valorisation inférieure au prix d'achat, une provision est prise en compte et, dans le cas où la valorisation ressort plus élevée, une décote de prudence est appliquée sur la valeur réévaluée. Par ailleurs, une décote d'illiquidité peut être appliquée.

Salvepar a annoncé le 20 décembre 2016 la signature d'un accord d'exclusivité avec Naxicap Partners pour la cession de la participation dans ECF (Ecotel Chomette Favor). Salvepar avait investi 10,0 M€ en 2011 aux côtés de Weinberg Capital Partners. Malgré le caractère incertain de la date de *closing* de l'opération (attendue au 1er trimestre 2017) et du prix de cession après intégration des frais et commissions, la participation a fait l'objet d'une réévaluation par Associés en Finance sur la base du multiple de sortie communiqué dans le plan d'affaires de Salvepar servant à la valorisation des ADP. Ce niveau de multiple apparaît cohérent avec les premières estimations ressortant des contrats de cession en cours de discussion. Une décote temporelle a également été appliquée afin de considérer l'incertitude sur la durée des discussions avec les autorités de la concurrence. L'impact sur l'ANR de Salvepar de la réévaluation de la participation dans ECF s'établit +5,2 M€ après prise en compte des impôts latents.

En novembre 2016, Salvepar a procédé à l'acquisition d'une participation dans DRT d'un montant total de 35,5 M€. Aucune information permettant d'anticiper une baisse de valeur de cette participation n'ayant été révélée, celle-ci a été considérée à son prix d'acquisition et est donc sans impact sur l'ANR.

Compte tenu du caractère non coté des autres participations et du manque d'informations disponibles concernant les éléments financiers relatifs à ces dernières, les valeurs d'ANR après impôt retenues sont celles figurant dans le calcul d'ANR publié par Salvepar au 30 septembre 2016.

V.C.3.c. Conclusion de la réévaluation du portefeuille de Salvepar

Au 30 septembre 2016, sur la base des évaluations menées par la Société, la valeur d'ANR après impôt des participations cotées (y compris celle détenue indirectement dans Assystem) s'élevait à 103,4 M€ et la valeur d'ANR du portefeuille non coté (hors investissements dans GIMV, Assystem) ressortait à 183,6 M€.

Réévaluée au 6 janvier 2017, la valeur réévaluée du portefeuille coté et non coté de Salvepar ressort à 306,4 M€ (117,6 M€ + 188,8 M€) contre une valeur de 286,9 M€ au 30 septembre 2016.

Eléments de passage de la valeur du portefeuille à la valeur d'ANR

L'ANR se compose de la valeur des participations cotées et non cotées détenues par Salvepar après prise en compte de l'impôt sur les plus-values latentes, à laquelle il faut ajouter la valeur des éléments de trésorerie, des investissements de court-terme et des actions détenues en propres, puis retrancher le dividende prioritaire, la valeur des emprunts et les autres passifs courants nets des actifs courants. La décomposition de la valeur de ces éléments au 30 septembre 2016, corrigé de la variation des actions auto-détenues au 6 janvier 2017, figure dans le Tableau 20.

Tableau 20 : Eléments de passage de la valeur du portefeuille à la valeur de l'ANR (M€)

Eléments de passage retenus au 6 janvier 2017	Valeur (en M€)
Trésorerie (avant investissement dans DRT)	166,3
Investissements tactiques	22,7
Comptes à terme	104,9
Actions autodétenues	0,2
Dividendes prioritaires	(3,2)
Emprunts et autres passifs nets courants	(165,6)
Total	125,5

Sources : Salvepar

Au 6 janvier 2017, les éléments de passage de la valeur du portefeuille de participations à la valeur de l'ANR s'établissent à 125,5 M€. Le montant de trésorerie a été retraité de la valeur des actions auto détenues acquises entre le 30 septembre 2016 et le 6 janvier 2017. Le nombre d'actions auto-détenues au 6 janvier 2017 s'établit à 5 047 actions sur les 7 457 129 actions Salvepar émises. Cette différence de nombre de titres a été prise en compte dans l'évaluation de l'ANR par action de Salvepar.

Réévaluation au 6 janvier 2017 de l'ANR de Salvepar

Sur la base des réévaluations menées par Associés en Finance et des éléments communiqués par Salvepar, la valeur de l'ANR au 6 janvier 2017 s'établit à 431,9 M€.

Tableau 21 : Décomposition de la valeur d'ANR au 6 janvier 2017 (M€)

Valeur du portefeuille de participations (M€) - (avant investissement dans DRT)	306,4
Trésorerie (avant investissement dans DRT)	166,3
Investissements tactiques	22,7
Comptes à terme	104,9
Actions autodétenues	0,2
Dividendes prioritaires	(3,2)
Emprunts et autres passifs nets courants	(165,6)
ANR de Salvepar (M€)	431,9
Valeur d'émission des ADP (M€)	6,5
ANR de Salvepar net de la valeur d'émission des ADP (M€)	425,4
Nombre d'actions (M)	7,5
ANR par action (€)	58,0 €
ANR par action net de la valeur d'émission des ADP (€)	57,1 €

Sources : Salvepar, Associés en Finance, Bloomberg

L'ANR par action au 6 janvier 2017 basée sur les participations réévaluées par Associés en Finance et les éléments communiqués par Salvepar s'établit à 58,0 €, impliquant une décote du cours de l'action de -15,8%. Retraitée de la valeur d'émission des ADP, l'ANR par action s'établit à 57,1 €, impliquant une décote de -14,5% du cours de l'action.

Le prix d'Offre de 55,3 € extériorise une décote de -3,2% par rapport à l'ANR par action réévalué au 6 janvier 2017 et retraité de la valeur d'émission des ADP. Cependant, il convient de noter que la valeur d'émission des ADP était basée sur un plan d'affaires établi en 2013, qui ne reflète pas le portefeuille actuel de Salvepar. De ce fait, Associés en Finance a également procédé à la réévaluation de la valeur intrinsèque des ADP au 6 janvier 2017.

V.D. Méthodes retenues pour l'évaluation des actions de préférence

V.D.1. Méthode liquidative

Comme vu précédemment, en cas de liquidation de la Société, le produit net de liquidation après règlement du passif serait d'abord employé à verser aux titulaires d'ADP leur dividende prioritaire puis à leur rembourser le prix d'émission.

Au 6 janvier 2017, la dernière évaluation du dividende prioritaire restant à distribuer aux porteurs d'ADP s'établissait à 3,2 M€. En cas de liquidation de la Société, la valeur des ADP serait ainsi égale à la somme de ce dividende prioritaire et du prix d'émission global des ADP de 6,5 M€, soit 9,7 M€.

V.D.2. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels

Chaque catégorie d'ADP donne droit à un dividende prioritaire égal à 6,25% du résultat net retraité de la Société. Au titre d'un exercice, les statuts de la Société définissent le résultat net retraité de la manière suivante :

- Le résultat net tel qu'il ressort des comptes sociaux de la Société, diminué des sommes légales à porter en réserve ;
- Retraité :
 - En recalculant les plus-values de cession sur les participations acquises avant le 30 juin 2013 en considérant comme prix de revient leur valeur dans l'ANR au 30 juin 2013 ;
 - En excluant du résultat net les produits de placements issus d'OPCVM monétaire à court-terme.

Détermination des flux prévisionnels

Dans une optique de continuation de l'activité de la Société, la valeur intrinsèque des ADP peut également être appréhendée au travers des prévisions de dividendes prioritaires, selon une méthode d'actualisation des flux prévisionnels auxquels elles donnent droit. Pour ce faire, la modélisation d'Associés en Finance a été réalisée sur la base du plan d'affaires établi par Salvepar sur la période 2016-2022. Ce plan d'affaires prévoit :

- La cession sur la période 2016-2022 des participations en portefeuille au 30 juin 2016 ;
- La mise en place d'un nouveau portefeuille, constitué par l'investissement de la trésorerie disponible au 30 juin 2016 puis des produits de cession des différentes participations.

Chaque participation en portefeuille au 30 juin 2016 se voit affecter un multiple de cession et une date de cession. Le résultat opérationnel est modélisé sur la période 2016-2022 compte tenu d'une hypothèse de croissance des charges opérationnelles. Le résultat financier est modélisé sur cette même période compte tenu d'un taux de rendement / coupon stable de 2% sur les participations en portefeuille au 30 juin 2016 et d'un taux d'intérêt bancaire en croissance progressive pour atteindre 1,5% en 2022. Les plus-values de cession sur les participations en portefeuille au 30 juin 2016 sont établies compte tenu du multiple de sortie. Les frais financiers correspondent principalement aux intérêts payés sur les ORNANE émises en 2015, considérées comme converties à leur échéance le 1^{er} janvier 2022.

Associés en Finance a prorogé le plan d'affaires de la Société sur deux exercices supplémentaires, soit sur la période 2023-2024. Pour la constitution du nouveau portefeuille, Associés en Finance a procédé selon les hypothèses suivantes :

- Des nouveaux investissements annuels de 108,0 M€, cohérents avec les montants investis au cours des derniers exercices et permettant d'atteindre une trésorerie nette nulle à horizon 2024 ;
- Une durée d'investissement de 6 années, cohérente avec l'horizon moyen de détention des participations de la Société ;
- Un TRI des nouveaux investissements de 8,34%, fixé pour être égal au coût des fonds propres établi pour la Société au 30 décembre 2016 et présenté ci-dessous ;
- Une valeur terminale établie à partir d'un résultat opérationnel stable, d'une taille de portefeuille également stable et d'une trésorerie nette nulle : en effet, à la cession de chaque participation du nouveau portefeuille, la plus-value de cession est répartie entre les ADP et les actions ordinaires, tandis que le prix d'acquisition est réinvesti.

Coût des fonds propres après impôt utilisé

Le coût du capital de la Société au 30 décembre 2016 est établi selon la méthodologie utilisée par Associés en Finance dans le cadre de son modèle Trival®. Pour chaque société, il prend en compte l'ensemble des risques opérationnels et la taille mesurée en valeur d'entreprise. Le risque opérationnel de Salvepar résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT, le risque de prévision retenu est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note est cohérente avec le risque de prévision utilisé pour les sociétés d'investissement suivies dans le modèle Trival®.
- Le risque sectoriel s'élève à 1,00, sur la base du bêta boursier de l'indice Euro Stoxx *Industrial Goods & Services*.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque opérationnel de Salvepar s'établit à 1,03 au 30 décembre 2016. Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise de Salvepar. Au 30 décembre 2016, il s'établit à 1,54.

Paramètres de marché :

Les paramètres de marché du modèle Trival® (Plan Wacc) permettent d'aboutir directement au coût du capital après impôt. Sur la base de la moyenne 3 mois au 30 décembre 2016, ils s'établissent aux niveaux suivants :

- une prime de risque de 6,29% ;
- une prime de taille de 3,47% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

Coût du capital après impôt :

Après application des coefficients propres à Salvepar aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût du capital après impôt se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 6,29% X 1,03 soit 6,48% ;
- une prime de taille spécifique de 3,47% X 1,54 soit 5,34% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

Calculé sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 30 décembre 2016, le coût du capital après impôts obtenu par Associés en Finance s'établit à 8,34% (soit 6,48% + 5,34% - 3,47%). Compte tenu de la situation de trésorerie nette de Salvepar, son coût des fonds propres est égal à son coût du capital.

Conclusion sur la valorisation intrinsèque des AP1 et AP2

Sur la base des éléments discutés ci-dessus, la valeur actualisée des flux prévisionnels relatifs aux ADP s'établit à 61,8 M€. Afin de tenir compte de l'absence de droit de vote attaché aux ADP et de leur liquidité limitée (absence de cotation), une décote de -40,0% est utilisée, soit une valeur globale des flux prévisionnels relatifs aux ADP de 37,1 M€. Cette décote correspond à celle employée lors de la détermination du prix d'émission des ADP. Par même souci de cohérence avec la méthodologie employée à l'émission, une valeur de +0,5 M€ a été ajoutée à l'ensemble des AP1 au titre du droit à la nomination d'une partie du Conseil d'Administration de la Société.

Au 30 décembre 2016, la valorisation intrinsèque des 10 AP1 s'établit ainsi à 19,1 M€ et la valorisation intrinsèque des 10 AP2 s'établit à 18,6 M€.

L'ANR de Salvepar réévalué par Associates en Finance au 6 janvier 2017 retraité de la valeur intrinsèque des ADP s'établit à 52,9 € par action. Le prix d'Offre de 55,3 € par action extériorise une prime de +4,5% par rapport à l'ANR de Salvepar retraité de la valeur intrinsèque des ADP.

V.E. Transactions récentes sur le capital de Salvepar

L'analyse des transactions récentes effectuées sur le capital de Salvepar constitue une référence supplémentaire dans l'appréciation de l'Offre.

Dans le cadre de la mise en place d'une nouvelle stratégie d'investissement et d'un redéveloppement du portefeuille, Salvepar a réalisé le 8 août 2013 une augmentation de capital au prix de 48,9 € par action ordinaire pour un montant total de 128,8 M€. Poursuivant dans cette démarche, Salvepar a réalisé en 2014 une nouvelle augmentation de capital, au prix de 50,0 € par action ordinaire pour un montant total de 132,6 M€.

Depuis, les principales transactions sur le titre Salvepar ont été les suivantes :

- le 15 octobre 2014, la Compagnie Lebon a cédé 214 498 actions ordinaires Salvepar au prix de 47,3 € par action ;
- le 26 juin 2015, TCA a réalisé l'acquisition de 4 166 actions ordinaires Salvepar au prix de 42,15 € par action ;

Depuis le 9 novembre 2015, TCA a réalisé des achats d'actions pour un total de 9 816 actions, soit 0,13% du capital, à un prix moyen de 46,55 € et des prix compris entre 42,2 € et 49,5 €.

L'ensemble des transactions récentes sur le capital de la Société ont donc été réalisées sur un prix par action inférieur au prix d'Offre proposé.

V.F. Synthèse de l'évaluation de Salvepar

Tableau 22 : Comparaison des différentes valorisations obtenues pour l'ANR de Salvepar et des cours de bourse avec le prix d'OPA au 6 janvier 2017

		Valeur par action (€)	Prime induite
Examen du cours de bourse au 6 janvier 2017 (ajustés des dividendes)	Cours de clôture	48,79 €	13,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 10 jours	48,58 €	13,8%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	48,57 €	13,9%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	48,72 €	13,5%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	49,04 €	12,8%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	46,54 €	18,8%
	Plus haut 12 mois	50,05 €	10,5%
	Plus bas 12 mois	39,94 €	38,5%
ANR publié par Salvepar au 30/09/16	Actif Net Réévalué publié au 30/09/2016	55,30 €	-
	Actif Net Réévalué publié au 30/09/2016 retraité de la valeur d'émission des ADP	54,50 €	1,5%
ANR estimé par Associés en Finance au 06/01/2017	Actif Net Réévalué estimé au 06/01/2017 avant prise en compte des actions de préférence	58,00 €	(4,7%)
	Actif Net Réévalué estimé au 06/01/2017 retraité de la valeur d'émission des ADP	57,10 €	(3,2%)
	Actif Net Réévalué estimé au 06/01/2017 retraité de la valeur intrinsèque des ADP	52,90 €	4,5%
Actif net Comptable (au 30 juin 2016)	Actif Net Comptable avant prise en compte des actions de préférence	55,70 €	(0,7%)
	Actif Net Comptable retraité de la valeur liquidative des ADP	54,40 €	1,7%
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif de cours	50,00 €	10,6%

Sources : Salvepar, Associés en Finance

VI. Evaluation de Tikehau Capital

VI.A. Méthodes écartées

Conformément à ce qui a été effectué pour Salvepar, les méthodes d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie, par les comparables boursiers et par les transactions comparables, inadaptée au cas d'une société d'investissement, n'ont pas été retenues dans le cadre de l'évaluation de TC. Néanmoins, elles sont utilisées pour la revalorisation de la participation détenue par TC dans TIM. L'Actif Net Comptable consolidé a également été écarté, car ne prenant pas en compte les nombreux changements de périmètres ayant eu lieu sur TC depuis sa dernière publication au 30 juin 2016. A titre d'information, l'Actif Net Comptable de TC au 30 juin 2016 s'établit à 20,75 € par action.

VI.B. Méthode retenue : l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour les sociétés holdings. La revalorisation des actifs est dans le cas présent réalisée pour les participations dans les sociétés cotées, afin de rendre compte de leur valeur au 6 janvier 2017, mais aussi pour les principales plateformes du Groupe dans lesquelles TC est investi (Salvepar, TIM, TCE et TCP UK), ainsi que pour un certain nombre d'éléments spécifiques tels que les déficits reportables et les *carried interests*.

Au 30 septembre 2016, l'ANR de TC s'établissait à 883,0 M€, soit 21,3 € par action.

VI.B.1. Réévaluation de la participation dans Salvepar

TC est investi dans Salvepar au travers de :

- la détention de 58,8% des actions ordinaires, réévaluées sur la base de l'ANR réévalué de Salvepar au 6 janvier 2017, duquel est retranchée la valeur intrinsèque des AP1 et AP2 telle que réévaluée ;
- la détention de l'intégralité des AP1 et AP2, réévaluées compte tenu de leur valeur intrinsèque établie sur la base des flux prévisionnels (cf. partie V.D.) ;
- la détention de 42,7% des ORNANE émises en 2015, retenues à leur valeur d'émission, ce qui est conforme aux conclusions de la partie VII., spécifiquement consacrée à l'évaluation des ORNANE.

Au 6 janvier 2017, et compte tenu des éléments discutés ci-dessus, la participation totale détenue par TC dans Salvepar est ainsi réévaluée à 333,4 M€.

VI.B.2. Réévaluation des autres participations cotées

Réévaluation des participations directes cotées

Dans le calcul de l'ANR, les titres cotés sont valorisés sur la base de la moyenne des cours des 20 dernières journées de bourse (avant clôture). Compte tenu de la liquidité des titres, aucune décote n'est appliquée. Les participations détenues par TC dans SES, Foncière Atland et dans le fonds coté Siparex Croissance ont ainsi été revalorisées au 6 janvier 2017.

Tableau 23 : Evolution des cours des participations directes cotées de TC au 6 janvier 2017

Société	Pays	Cours au 06-01-17		Cours au 30-09-16		Différence	
		Spot	Moy. 20j.	Spot	Moy. 20j.	Spot	Moy. 20j.
Foncière Atland	France	87,1	85,7	83,5	82,5	4,3%	3,9%
Store Electronics Systems	France	28,6	27,2	22,6	22,3	26,4%	22,1%
Siparex Croissance	France	33,2	33,2	31,9	30,4	4,4%	9,3%

Source : Associés en Finance

La principale variation de valeur concerne SES, dont le cours a progressé de +26,4% depuis le 30 septembre 2016, notamment suite à la publication d'un chiffre d'affaires en forte hausse au troisième trimestre 2016 et à la forte progression des marchés actions européens depuis le 30 septembre 2016 (indice Euro Stoxx en progression nette de +11,0% sur la période).

Au 6 janvier 2017, la revalorisation des participations directes cotées aboutit à une progression de l'ANR de TC de +9,8 M€ après prise en compte des impôts latents.

Réévaluation des participations indirectes cotées

La participation détenue par TC de manière indirecte dans Assystem à travers HDL est revalorisée par l'application de la méthode des multiples sur la base d'un échantillon de sociétés comparables, d'une manière similaire à celle employée concernant la participation détenue par Salvepar.

La participation détenue par TC dans Tikeflo a été restructurée en 2015, notamment par l'intégration au capital de Tikeflo d'une part du compte courant d'associés de TC puis par la cession de la moitié des titres et créances détenues par TC au FCPI Tikeflo Invest 3. Au 30 septembre 2016, cette participation avait été valorisée compte tenu d'un cours de l'action Groupe Flo arbitré à 0,70 €, alors même que le cours s'établissait à 0,77 €. Les enseignes de Groupe Flo ont été confrontées au contexte économique difficile, notamment à Paris depuis les attentats de janvier 2015, ce qui a occasionné une forte baisse du cours de l'action. Après avoir trouvé un premier accord avec ses créanciers en mai 2016, qui portait alors sur une augmentation de capital d'environ 40 M€, la société a été placée à sa demande sous mandat ad-hoc par le tribunal de commerce de Nanterre en novembre 2016 afin de faciliter la négociation avec ses créanciers. Au 6 janvier 2017, le cours de l'action Groupe Flo s'établissait à 0,78 €.

Au 6 janvier 2017, la revalorisation de la participation détenue dans HDL selon la méthode des comparables boursiers et de la participation détenue dans Tikeflo (et dans le FCPI Tikeflo Invest 3) sur la base de la moyenne sur 20 jours du cours de l'action Groupe Flo aboutit à une progression de l'ANR de TC de +1,6 M€ après prise en compte des impôts latents.

VI.B.3. Réévaluation de la participation dans TIM

VI.B.3.a. Paramètres utilisés pour la valorisation

Plan d'affaires 2016-2021 communiqué par TIM

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par TIM sur la période 2016-2021, le budget en 2016 étant basé sur les résultats connus du premier semestre et sur les estimations au deuxième semestre 2016. Celui-ci a été construit principalement à partir d'hypothèses de croissance des actifs sous gestion, de la durée de la période d'investissement de ces actifs et des hypothèses de taux des commissions de gestion et des commissions de structuration appliquées aux investissements des fonds immobiliers et de dette privée. Des hypothèses différentes ont été appliquées selon la catégorie des fonds, que ce soit pour la croissance des actifs sous gestion, ainsi

que pour les commissions générées par les différents fonds. L'évolution des revenus sur la période du plan d'affaires a ainsi été élaborée à partir du chiffre d'affaires inhérent à chaque catégorie de fonds.

L'évolution des actifs sous gestion entre 2016 et 2021 a été déterminée à partir des projets en cours de TIM (fonds en cours de levée et fonds investis) et des levées additionnelles déjà planifiées. Le niveau de ces actifs a aussi été déterminé à partir d'hypothèses de lancement de nouveaux fonds et de réinvestissements partiels des actifs des fonds en fin de vie, ainsi qu'en supposant le lancement de nouvelles stratégies d'investissement. Les commissions de gestion ont été déterminées à partir des différentes commissions appliquées à chaque fonds. Par principe de précaution, les commissions de performance des fonds ouverts ont été supposées nulles sur la durée du plan d'affaires.

Le chiffre d'affaires est aussi composé d'estimations du *carried interest* à percevoir par TIM des certains fonds de dette privée ou immobilier. Ces prévisions sont issues de la performance estimée de chacun des fonds y donnant droit (fonds immobiliers et de dette privée), ainsi que de l'horizon de sortie des investissements de chacun des fonds.

La croissance des actifs sous gestion de TIM prévue dans le plan d'affaires est cohérente avec les derniers montants d'actifs sous gestion communiqués, ainsi qu'avec l'objectif de 20 milliards d'euros en 2020 communiqué dans le document de base relatif à l'introduction en bourse de TC.

Sur la période 2016-2021, la décomposition du chiffre d'affaires (net de rétrocessions) de TIM est la suivante :

- Les **commissions de gestion** représentent entre 79,8% et 89,7% du chiffre d'affaires. Leur proportion a tendance à augmenter au fil du plan d'affaires ;
- Les **commissions d'arrangement et de structuration** représentent entre 1,7% et 20,3% du chiffre d'affaires. Leur proportion diminue au fil du plan d'affaires ;
- Le plan d'affaires prévoit la redistribution à TIM de **commissions de surperformance (*carried interests*)** en 2018, 2019 et en 2021. Ces commissions représentent sur ces trois exercices entre 7,4% et 7,6% du chiffre d'affaires ;
- Les **autres revenus** représentent entre 2,5% et 3,5% du chiffre d'affaires entre 2017 et 2021. Ils sont constitués des revenus issus du lancement de nouvelles stratégies.

Les deux vecteurs de croissance du chiffre d'affaires sont la forte croissance des actifs sous gestion et l'investissement progressif des fonds levés.

Les charges salariales constituent le principal poste de charges. Elles représentent entre 30% et 47% du chiffre d'affaires, leur proportion diminuant au fil du plan d'affaires. En effet, TIM a largement investi en recrutement au cours des derniers mois et dispose des équipes nécessaires pour faire face à la progression des encours. Les autres dépenses sont principalement composées de charges liées à la filiale de TIM en Asie et de charges légales et comptables.

La marge opérationnelle est estimée plus faible en 2016 qu'en 2014 (32%) et qu'en 2015 (15%) en raison de la forte augmentation des charges opérationnelles liées aux recrutements. Cependant, au vue des éléments ci-dessus, elle devrait dépasser durant la période du plan d'affaires son niveau de 2014 afin d'atteindre un point haut en 2021 cohérent avec les niveaux de marge des principales sociétés comparables.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base des comptes à fin juin 2016, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de TIM :

Tableau 24 : Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30/06/2016	M€
Emprunts et dettes financières	(1,0)
Provisions	(0,0)
Trésorerie	14,5
Somme des éléments de passages au 30 juin 2016	13,5

Sources : TIM, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres rajoutent +13,5 M€ avant prise en compte de l'augmentation de capital réalisée en novembre 2016. Suite à l'augmentation de capital, les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres représentent +28,5 M€.

VI.B.3.b. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels et mise en œuvre

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du plan d'affaires communiqué par TIM et décrit précédemment, et des échanges menés avec son management, TIM a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival®, qui couvre plus de 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival® (cf. annexe 2) est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation « *DCF to equity* », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « *DCF to firm* » (ou encore « Plan Wacc ») qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise. Dans le cas de TIM, le modèle de « *DCF to firm* » a été utilisé dans la mesure où il est plus adapté à la valorisation de sociétés non cotées¹⁵.

L'évaluation de TIM a été effectuée en deux temps : une première évaluation hors *carried interest* a été réalisée, puis les commissions de surperformance ont ensuite été évaluées de façon indépendante.

Prorogation du plan d'affaires (hors *carried interest*) sur la période 2022-2023 et extrapolation 2024-2045

La modélisation d'Associés en Finance sur la période 2016-2021 a été réalisée sur la base du plan d'affaires établi par TIM et de son analyse de l'environnement économique et concurrentiel. Le plan d'affaires a été prorogé de deux années, puis les données ont été extrapolées sur le long terme, selon la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité normative.

¹⁵ Le modèle de « *DCF to firm* » prend en compte en effet un effet de taille, basé sur la valeur d'entreprise, tandis que le modèle « *DCF to equity* » intègre un effet lié à la liquidité des titres en bourse, qui peut être extrêmement différent d'une société à l'autre. Cet effet est moins marqué dans le modèle « *DCF to firm* ».

Les principaux éléments retenus sont les suivants :

- La croissance des actifs sous gestion ralentit au-delà de l'horizon du plan d'affaires afin de prendre en compte le ralentissement des levées de fonds après de fortes années de croissance, notamment dans un contexte de prise de parts de marché face à ses principaux concurrents. Ce ralentissement diffère selon le type d'actifs afin d'intégrer le potentiel de croissance plus important pour les catégories d'actifs dans lesquelles TIM a récemment développé une expertise ;
- Les taux des différentes commissions appliquées aux actifs sous gestion ont été maintenus constants (par catégorie d'actif) par rapport à leur moyenne du plan d'affaires. Cette dernière avait été estimée à partir de données historiques ;
- La croissance du chiffre d'affaires ralentit au cours de la période de modélisation post plan d'affaires en raison du ralentissement de la croissance des actifs sous gestion et de la stabilité des commissions appliquées à ces actifs. Plus généralement, le modèle Trival® prend en compte pour l'ensemble des sociétés un retour à des niveaux normatifs. Cette croissance atteint +1,5% en 2045, un niveau équivalent à celui des sociétés du secteur financier dans Trival®. La croissance moyenne du chiffre d'affaires est de +2,7% entre 2021 et 2045 ;
- La marge d'EBITDA décroît par rapport au point haut de 2021 pour atteindre 30% en 2030 et 25% en 2045. Le niveau moyen de marge d'EBITDA sur la période 2022-2045 est de 31% ;
- Le taux d'impôt sur les sociétés est maintenu stable à 33,3% ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2045.

Le plan d'affaires de TIM ne faisant pas état d'estimation sur les investissements et l'évolution du besoin en fonds de roulement, Associés en Finance a procédé à sa propre analyse de ces deux paramètres sur la période 2016-2021 puis jusqu'en 2045 :

- Le besoin en fonds de roulement a été maintenu stable à -8,0% du chiffre d'affaires sur toute la période de modélisation, cohérent avec le niveau du BFR fin 2015 ;
- Les investissements sont maintenus constants à -2,0% du chiffre d'affaires sur la période 2016-2023. Ils diminuent légèrement en pourcentage du chiffre d'affaires pendant la période de modélisation pour atteindre -1,5% du chiffre d'affaires en 2045.

Coût du capital après impôt utilisé

Le coût du capital qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de « *DCF to firm* » prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques opérationnels et la taille mesurée en valeur d'entreprise.

Le risque opérationnel de TIM résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. tableau 9) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 8 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note prend notamment en considération les risques inhérents à la réalisation du plan d'affaires établi par le management de TIM et pris en compte dans le cadre de la modélisation.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,92, sur la base du bêta boursier de l'indice Euro Stoxx Financial Services.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque opérationnel de TIM s'établit à 1,42 au 30 décembre 2016.

Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise de TIM. Au 30 décembre 2016, il s'établit à 1,52.

■ **Paramètres de marché :**

Les paramètres de marché du modèle Trival® (Plan Wacc) permettent d'aboutir directement au coût du capital après impôt. Sur la base de la moyenne 3 mois au 30 décembre 2016, ils s'établissent aux niveaux suivants :

- une prime de risque de 6,29% ;
- une prime de taille de 3,47% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

■ **Coût du capital après impôt :**

Après application des coefficients propres à TIM aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût du capital après impôt se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 6,29% X 1,42 soit 8,95% ;
- une prime de taille spécifique de 3,47% X 1,52 soit 5,26% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

Calculé sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 30 décembre 2016, le coût du capital après impôts obtenu par Associés en Finance s'établit à 10,74% (soit 8,95% + 5,26% -3,47%).

Résultat de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Au 30 décembre 2016, la valorisation de TIM, hors *carried interest* et après augmentation de capital, obtenue par la méthode « *DCF to firm* » aboutit en valeur centrale à une valeur des capitaux propres de 309,3 M€.

Résultat de la valorisation des *carried interests* par actualisation des flux prévisionnels

Les commissions de surperformance ont été évaluées à partir des prévisions de TRI établies par le management. Les fonds concernés par le *carried interest* étant fermés et investis en produits de dette et immobiliers, le management de TIM dispose d'informations robustes sur les perspectives de rentabilité. Seuls les fonds levés et investis au 30 décembre 2016 ont été pris en compte dans le calcul. Aucun *carried interest* n'a été considéré pour les fonds à lever pendant la durée du plan d'affaires. La valorisation a été effectuée en remplaçant les flux de *carried interests* compte tenu de la durée de vie des fonds et en leur appliquant un taux d'actualisation égal au coût du capital de TIM afin de prendre en compte le risque sur leur perception. Au 30 décembre 2016, la valorisation des *carried interests* de TIM aboutit en valeur centrale à 25,7 M€.

Au 30 décembre 2016, la valorisation de TIM, *carried interests* compris, obtenue par la méthode « *DCF to firm* » aboutit en valeur centrale à une valeur des capitaux propres de 334,9 M€.

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Le tableau qui suit présente une analyse de sensibilité des résultats obtenus à certains paramètres utilisés.

■ **Sensibilité au taux d'actualisation :**

Le Tableau 25 présente la sensibilité de la valorisation de TIM aux taux d'actualisation, et présente les résultats obtenus en considérant le taux obtenu en appliquant les primes moyennes sur

12 mois, et les niveaux minimum et maximum sur cette période. Les valeurs de fonds propres présentées sont post-augmentation de capital de 15,0M€ réalisée en novembre 2016.

Tableau 25 : Analyse de sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de primes de risque

	Coût du capital			
	Min 12M 10,64%	3M 10,74%	12M 10,94%	Max 12M 11,55%
Valeur de TIM (carried interest compris) après aug. de capital				
Valeur d'entreprise (M€)	309,2	306,5	301,4	286,6
Valeur des fonds propres (M€)	337,7	334,9	329,9	315,1
Variation	0,8%		(1,5%)	(5,9%)

Source : Associés en Finance

VI.B.3.c. Examen des transactions récentes sur le capital de la Société

Deux transactions significatives sont intervenues récemment sur le capital de la Société.

Augmentation de capital de novembre 2016

Le 2 novembre 2016, une augmentation de capital en numéraire a été lancée par émission de 1 204 actions de TIM au prix de souscription de 12 456 € par action, aboutissant à un montant levé de 15,0 M€. Cette augmentation de capital a été intégralement souscrite par les anciens actionnaires, à l'exception des managers, et a extériorisé une valeur des fonds propres avant opération de 300,0 M€ et une valeur des fonds propres après opération de 315,0 M€. La valeur d'entreprise ressort ainsi à 286,5 M€ en utilisant la trésorerie nette de 13,5 M€ à fin juin 2016.

Augmentation de capital de juin 2014

Le 18 juin 2014, lors de l'entrée au capital à hauteur de 12,8% d'un partenaire investisseur, 3 025 actions nouvelles de TIM ont été émises au prix de souscription de 3 391,47 € par action, soit une augmentation de capital de 10,3 M€. Cette opération a extériorisé une valeur des fonds propres de 70 M€ avant opération, soit 80 M€ post-opération, et une valeur d'entreprise de 65 M€. Les actifs sous gestion s'élevant à 2,3 Mds€ fin 2013, cette opération extériorisait alors un multiple de valeur d'entreprise sur actifs sous gestion de 2,8%. En appliquant ce multiple aux actifs sous gestion à fin novembre 2016, la valeur d'entreprise ressort à 197,0 M€ et la valeur des fonds propres à 225,4 M€, en utilisant la trésorerie nette de 13,5 M€ à fin juin 2016 et après prise en compte de la trésorerie générée par l'augmentation de capital de novembre 2016.

VI.B.3.d. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi du même profil de croissance sur l'horizon de mise en œuvre. L'application de cette méthode est ici rendue difficile par l'absence de sociétés réellement comparables, notamment en termes de perspectives de croissance à court et moyen terme et de similitude dans les fonds gérés au vue de la part importante de gestion alternative, notamment en fonds de dette privée et immobiliers, de TIM.

Nous avons constitué un échantillon de 9 sociétés cotées opérant sur des domaines d'activités connexes à celui de TIM, à partir des critères suivants :

- Acteur du secteur de la gestion d'actifs ;
- Sociétés européennes ;
- Perspectives de croissance significatives sur les cinq prochaines années ;
- Disponibilité d'un consensus sur les actifs sous gestion (ci-après « AuM ») et sur les EBITDA pour la période 2016-2018.

Aberdeen Asset Management et Henderson Group sont les deux sociétés les plus comparables à TIM, en raison de leur plus forte exposition au marché de la gestion alternative. 3i Group et ICG ont été écartés en raison d'une absence de prévisions quant à l'évolution de leurs actifs sous gestion et de leurs niveaux d'EBITDA.

Le Tableau 26 présente les caractéristiques opérationnelles des sociétés de l'échantillon retenu.

Tableau 26 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu

Société	Pays	AuM CA 2015R		TCAM 2016-2018			Marge d'EBITDA			CAPEX / CA		
		Mds €	M €	AuM	CA	EBITDA	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Partners Group		49,6	577,3	10,2%	7,4%	6,6%	61,7%	61,4%	60,8%	(1,5%)	(1,4%)	(1,3%)
Amundi		1 054,0	1 657,9	4,2%	4,4%	5,1%	47,1%	47,5%	47,8%	(1,2%)	(1,3%)	(1,3%)
Ashmore Group		51,7	301,6	18,7%	8,7%	15,3%	58,0%	64,2%	65,4%	(0,3%)	(0,2%)	(0,2%)
Man Group		72,4	1 027,8	11,2%	12,6%	30,4%	29,4%	35,1%	39,5%	(2,2%)	(2,1%)	(2,0%)
Schroders		438,6	1 872,2	7,7%	7,2%	8,5%	35,1%	35,0%	35,9%	(1,4%)	(1,4%)	(1,4%)
Jupiter Fund Management		43,3	385,4	10,0%	8,1%	9,8%	50,0%	50,8%	51,5%	(1,4%)	(1,6%)	(1,6%)
Aberdeen Asset Management		362,7	1 319,9	1,2%	3,5%	8,2%	33,2%	35,0%	36,3%	(0,8%)	(1,2%)	(1,2%)
Henderson Group		118,0	723,9	20,8%	9,7%	11,7%	37,4%	38,0%	38,8%	(1,2%)	(0,9%)	(0,6%)
Anima		71,4	291,2	16,2%	6,0%	7,2%	72,5%	74,0%	74,2%	(1,1%)	(1,4%)	(1,7%)
Moyenne				11,1%	7,5%	11,4%	47,2%	49,0%	50,0%	(1,2%)	(1,3%)	(1,3%)
Médiane				10,2%	7,4%	8,5%	47,1%	47,5%	47,8%	(1,2%)	(1,4%)	(1,3%)

Données au 30 décembre 2016

Sources : sociétés, Capital IQ, Bloomberg

Notes : TCAM : taux de croissance annuel moyen, données financières calendarisées au 31-déc, les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 27 pour les 9 sociétés retenues. Les multiples sont calculés sur la base de la moyenne sur trois mois au 30 décembre 2016 des cours moyens pondérés par les volumes quotidiens.

Nous avons retenu les multiples d'actifs sous gestion, spécifiques au métier de la gestion d'actifs. Nous avons aussi retenu les multiples d'EBITDA compte tenu de la similarité d'intensité capitalistique entre les sociétés et de la meilleure disponibilité du consensus. Par ailleurs nous avons retenu les multiples médians, qui sont moins influencés par la présence de valeurs extrêmes.

Tableau 27 : Multiples boursiers sur les cours moyens pondérés sur 3 mois au 30 décembre 2016 (M€)

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	VE / AuM			VE / EBITDA		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Partners Group	11 757	11 100	21,2%	19,2%	17,5%	21,7x	20,5x	19,1x
Amundi	8 344	4 815	0,5%	0,4%	0,4%	6,2x	5,9x	5,6x
Ashmore Group	2 203	1 644	2,8%	2,2%	2,0%	10,0x	8,4x	7,5x
Man Group	2 323	1 416	1,8%	1,6%	1,5%	5,9x	4,3x	3,4x
Schroders	9 112	6 160	1,4%	1,3%	1,2%	8,6x	7,8x	7,3x
Jupiter Fund Management	2 335	2 033	4,2%	3,8%	3,5%	9,9x	9,0x	8,2x
Aberdeen Asset Management	3 867	3 088	0,9%	0,9%	0,8%	7,8x	7,1x	6,7x
Henderson Group	2 924	2 458	2,1%	1,9%	1,4%	9,6x	8,6x	7,7x
Anima	1 547	1 724	2,4%	1,9%	1,8%	9,7x	9,0x	8,4x
Moyenne			4,1%	3,7%	3,3%	9,9x	9,0x	8,2x
Mediane			2,1%	1,9%	1,5%	9,6x	8,4x	7,5x

Données au 30 décembre 2016

Sources : sociétés, Capital IQ, Bloomberg

Notes : les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Les EBITDA 2016 et 2017 issus du plan d'affaires de TIM ne sont pas représentatifs de la rentabilité normative de la société : en effet, ceux-ci sont fortement impactés par les investissements récents en personnel et en locaux, qui n'ont pas encore généré de contrepartie en termes de chiffre d'affaires. L'application des multiples d'EBITDA de l'échantillon de sociétés comparables est effectuée sur un EBITDA normatif après absorption des frais supplémentaires supportés par TIM afin d'être en mesure d'assurer la gestion d'actifs en forte croissance. Sur cette base, les résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers aboutissent à une valeur des fonds propres implicite de 219,8 M€, après prise en compte de la trésorerie générée par l'augmentation de capital de novembre 2016.

En appliquant les multiples d'actifs sous gestion médians 2017 et 2018 de l'échantillon de comparables aux prévisions d'actifs sous gestion du plan d'affaires de TIM, les résultats de l'évaluation par cette méthode aboutissent à une valeur des fonds propres implicite de 225,0 M€ après prise en compte de la trésorerie générée par l'augmentation de capital de novembre 2016.

Cependant, ces résultats sont à interpréter au regard des perspectives de croissance de TIM, qui apparaissent largement supérieures à celles de l'échantillon et ne sont que partiellement prises en compte dans le cadre de cette méthode. En particulier, il convient de rappeler que la société dispose déjà d'une forte croissance embarquée au travers des fonds levés qui n'ont pas encore totalement été investis et n'ont donc pas donné leur pleine mesure en termes de chiffre d'affaires et de résultats.

VI.B.3.e. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de 9 transactions intervenues dans le secteur de la gestion d'actifs sur les quatre dernières années. Du fait des difficultés à identifier des transactions comparables récentes, cette méthode est présentée à titre indicatif.

L'échantillon des 9 transactions comparables intervenues sur les dernières années figure dans le Tableau 28. Pour les mêmes raisons que celle présentées ci-dessus (faibles EBITDA et EBIT en 2015 et 2016 au regard du niveau de rentabilité opérationnelle que le groupe est en mesure de produire), nous avons écarté les multiples d'EBITDA et d'EBIT. Les transactions présentées ci-dessous se sont conclues à un multiple moyen d'actifs sous gestion de 2,5%.

Tableau 28 : Multiples de transactions de l'échantillon retenu (M€)

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)		
	Nom	Pays	Nom	% acquis	VE	VE/AuM	EBITDA	EBIT
12-déc.-16	Pioneer Investments	Italie	Amundi	100,0%	3 545	1,6%	11,4x	nd
25-oct.-16	3i Debt Management Investments Limited	Royaume-Uni	Investcorp S.A.	100,0%	248	2,2%	nd	nd
16-nov.-15	Kairòs Investment Management SpA	Italie	Julius Baer Group Ltd.	60,1%	459	5,7%	nd	8,2x
19-févr.-15	DNCA Finance	France	Natixis Global Asset Management, S.A.	71,2%	771	4,7%	nd	nd
25-mars.-14	Ignis Asset Management	Royaume-Uni	Standard Life Investments	100,0%	489	0,7%	7,5x	8,0x
27-janv.-14	F&C Asset Management plc	Royaume-Uni	Bank of Montreal	100,0%	951	1,0%	8,7x	16,9x
24-sept.-13	Dexia Asset Management	Luxembourg	New York Life Investment	100,0%	380	0,5%	nd	9,2x
02-août.-13	Carige Asset Management SGR SpA	Italie	Arca SGR Spa	100,0%	101	2,4%	nd	nd
19-févr.-13	Robeco Group N.V.	Pays-Bas	ORIX Corporation	90,0%	6 503	3,4%	20,4x	23,1x
Moyenne						2,5%	12,0x	13,1x
Médiane						2,2%	10,0x	9,2x

Sources : sociétés, Capital IQ, informations publiques

VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation)

LTM (Last Twelve Months) : agrégats financiers de la cible sur les 12 mois précédant l'annonce de la transaction

En appliquant le multiple moyen d'actifs sous gestion de 2,5% aux actifs sous gestion de TIM à fin novembre 2016, et après prise en compte de l'augmentation de capital de novembre 2016, la valeur des fonds propre implicite issue de la Méthode des transactions comparables ressort à 203,8 M€. Elle repose toutefois sur des informations en nombre limité portant sur des sociétés dont les perspectives de croissance ne sont pas comparables à celles de TIM ou correspondant à des transactions réalisées dans des conditions spécifiques¹⁶. Elle doit donc être considérée seulement à titre indicatif.

VI.B.3.f. Conclusion sur la réévaluation de TIM dans l'ANR de TC

La méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels a été la méthode retenue pour la réévaluation de TIM dans l'ANR de TC. Au 30 décembre 2016, la valeur des fonds propres de TIM est ainsi réévaluée à 334,9 M€, soit une valeur de 322,5 M€ dans l'ANR de TC au 6 janvier 2017 après prise en compte des impôts latents et un impact de +24,4 M€.

VI.B.4. Réévaluation de la participation dans TCE

Au 6 janvier 2017, le capital de TCE se compose de deux catégories d'actions :

- 18 802 968 actions ordinaires finançant les tranches *equity* des véhicules CLO gérés par TCE et dont la rémunération est basée sur les coupons perçus par ces tranches ;
- 5 193 076 actions de préférence donnant droit au résultat de la gestion des CLO lancés par TCE.

¹⁶ Cf. cession de Dexia AM en 2013 dans le cadre de la vente du groupe Dexia en difficultés financières

Au 6 janvier 2017, Tikehau Capital détient l'intégralité des actions ordinaires de TCE et 75,1% des actions de préférence, l'opération d'apports ayant entraîné la cession de ces actions de préférence de TCA à Tikehau Capital. Le solde de 24,9% des actions de préférence est détenu par un partenaire tiers, qui a participé à une augmentation de capital réservée fin septembre 2016.

TC est donc investi dans TCE au travers de :

- La détention de l'intégralité des actions ordinaires de TCE, qui représentent l'investissement de TC dans la tranche *equity* du premier CLO géré par TCE, soit 18,8 M€, et donnent droit à la perception de coupons. Malgré des premiers coupons favorables, cette participation n'a pas été réévaluée.
- La détention de 75,1% des actions de préférence de TCE, qui donnent droit au résultat de la gestion des CLO lancés par TCE. Elles ont été réévaluées en prenant pour référence l'augmentation de capital souscrite par le partenaire tiers au 30 septembre 2016, qui détient depuis cette date 24,9% des actions de préférence de TCE et 5,4% du capital de TCE. Cette opération valorisait les actions de préférence pré-augmentation de capital à 15,0 M€.

Au 6 janvier 2017, la participation totale détenue par TC dans TCE est ainsi réévaluée à 33,8 M€.

VI.B.5. Réévaluation de la participation dans TCP UK

TCP UK est une société détenue à 100% par TC. Elle a été créée en 2013 afin de prendre une participation au capital de Duke Street, une société de gestion britannique spécialisée en LBO *mid-cap* et recentré sur du co-investissement (modèle *deal-by-deal*). Cette opération a eu lieu par l'intermédiaire de Tikehau DS LLP, dont TC détenait alors 49% du capital, le solde étant détenu par TIL. Suite à l'acquisition de la participation détenue par TIL, TCP UK détient 100% du capital de Tikehau DS LLP, qui détient 35% du capital de Duke Street.

Désormais, TCP UK réalise également une partie des investissements internationaux de TC et investit dans les fonds gérés par TIM et TCE. TCP UK est valorisé dans l'ANR de TC sur la base de son Actif Net Comptable. L'ANR de TCP UK a été réévalué au 6 janvier 2017 afin de prendre en compte l'ANC publié par Duke Street au 30 septembre 2016 de 16,2 M£ et l'évolution du taux de change €/£.

Au 6 janvier 2017, la revalorisation de Duke Street aboutit à une progression de l'ANR de TC de +0,9 M€ après prise en compte des impôts latents.

VI.B.6. Réévaluation des déficits reportables de TC

L'ANR de TC au 30 septembre 2016 faisait état de 22,0 M€ de déficits reportables. Ceux-ci ont été réévalués au 6 janvier 2017 sur la base du plan d'affaires fiscal 2016-2021 communiqué par TC et établi en juillet 2016. Ce plan d'affaires prévoit une hausse des dividendes reçus par TC sur la période, notamment du fait d'une plus forte contribution de TIM et Salvepar, mais également une hausse des charges opérationnelles, notamment liée à la rémunération de TCA. Le résultat fiscal est déduit après prise en considération des dividendes soumis au régime mère / fille (Salvepar, TIM, TCP UK, TCE, etc.) et permet de calculer l'écoulement du stock de déficits reportables, intégralement consommés sur la période 2016-2021.

Au 6 janvier 2017, ces déficits reportables ont été réévalués en considérant un coût des fonds propres de TC estimé à 9,0%. Le coût du capital de TC a été estimé égal à la moyenne pondérée entre le coût du capital des activités d'investissement en capital, estimé égal au coût du capital de Salvepar, et le coût du capital des activités de gestion d'actifs, estimé égal au coût du capital de TIM. La pondération a été déterminée à partir de la part de la valeur de TIM et TCE au sein de l'ANR de TC. Compte tenu de la situation de trésorerie nette de TC, son coût des fonds propres a été retenu égal à son coût du capital.

Au 6 janvier 2017, les déficits reportables de TC ont été réévalués à 17,2 M€, soit une baisse de l'ANR de TC de -4,9 M€.

VI.B.7. Réévaluation des *carried interests* de TC

Certains investissements de TC lui octroient un droit à la perception de *carried interests*. Il s'agit notamment des fonds de prêt directs et des fonds d'immobilier gérés par TIM et dans lesquels TC est investi. Par leur caractère incertain, ces *carried interests* ne sont pas pris en compte dans l'ANR de TC au 30 septembre 2016. Cependant, les fonds gérés par TIM concernés par le *carried interest* étant fermés et investis en produits de dette et immobiliers, le management de TIM dispose d'informations robustes sur les perspectives de rentabilité pour les fonds déjà investis.

La même méthodologie qu'employée pour la valorisation de la part revenant à TIM a été employée pour la part revenant directement à TC. Au 6 janvier 2017, la valorisation de la part des *carried interests* sur les fonds gérés par TIM et revenant directement à TC s'établit à 24,3 M€.

VI.B.8. Réévaluation des autres participations

Les autres participations détenues par TC n'ont pas fait l'objet d'une revalorisation et sont retenues à leur valorisation dans l'ANR publié par TC au 30 septembre 2016. Les actions de Tikehau Asia et de City Star Ream Resort apportées en décembre 2016 ont été retenues à leur valeur d'apport. La marque Tikehau, acquise parallèlement à ces Apports, a également été retenue à sa valeur d'acquisition, définie selon un rapport de valorisation de la marque établi par Accuracy et daté du 24 novembre 2016.

VI.B.9. Conclusion de la réévaluation de l'actif net de TC

Au 6 janvier 2017, les différentes réévaluations décrites ci-dessus aboutissent à une progression de la valeur du portefeuille de TC de +41,1 M€, notamment liée à la réévaluation de la participation de 96,6% détenue au capital de TIM.

Eléments de passage de la valeur du portefeuille à la valeur de l'ANR

L'ANR au 6 janvier 2017 se compose de la valeur des participations détenues par TC après Apports et après prise en compte de l'impôt sur les plus-values latentes, à laquelle il faut ajouter la valeur des éléments de trésorerie et des investissements tactiques, les comptes à terme, la valeur des déficits reportables et des *carried interests*, puis retrancher la valeur des emprunts et les autres passifs courants nets des actifs courants.

Ces éléments ont été estimés à partir de leur valeur dans l'ANR de TC au 30 septembre 2016 et des réévaluations décrites ci-dessus. La trésorerie présentée a été établie après prise en compte de :

- la participation de TC à l'augmentation de capital de TIM de novembre 2016 ;
- l'acquisition de la marque et l'opération intra-groupe ayant permis la détention de 35,0% du capital de Duke Street par TCP UK ;
- l'augmentation de capital de 150,1 M€ de TC réalisée en janvier 2017 (cf. VI.C) ;
- l'augmentation de capital de 50,0 M€ pour laquelle TC a obtenu l'engagement ferme du FSP et qui sera réalisée au règlement-livraison de l'Offre (cf. VI.C) ;
- l'émission des BSA approuvée par l'AG de décembre 2016, revalorisés par Associés en Finance compte tenu d'une méthodologie et d'hypothèses similaires à celles employées pour la valorisation des ORNANE TC présentée en partie VII.

Tableau 29 : Eléments de passage de la valeur du portefeuille à la valeur de l'ANR (M€)

Eléments de passage retenus	Valeur (en M€)
Trésorerie et équivalents de trésorerie (post AKA TIM, AKA TC janvier 2017 et émission des BSA)	393,7
Investissements tactiques	5,0
Compte à terme	27,2
Déficits reportables	17,2
Carried interests	24,3
Emprunts et autres passifs nets courants	(118,0)
Total	349,3

Sources : Société

Au 6 janvier 2017, les éléments de passage de la valeur du portefeuille de participations à la valeur de l'ANR s'établissent à 349,3 M€.

Nombre d'actions retenu au 6 janvier 2017

Le nombre d'actions retenu au 6 janvier 2017 a été estimé à partir du nombre d'actions TC au 30 septembre 2016, soient 41 492 680 actions, auxquelles s'ajoutent 12 682 142 actions émises dans le cadre des Apports et 9 527 655 actions émises ou à émettre dans le cadre des augmentations de capital de janvier 2017, soit un total de 63 702 477 actions.

Réévaluation au 6 janvier 2017 de l'ANR de TC

Sur la base des réévaluations menées par Associés en Finance et des éléments communiqués par TC, la valeur de l'ANR au 6 janvier 2017 ressort à 1 406,5 M€, soit 22,1 € par action.

VI.C. Transactions récentes sur le capital de TC

Augmentations de capital de janvier et mars 2017

Le 6 janvier 2017, TC a procédé à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription de 150,1 M€ au prix unitaire de 21,0 € par action, soient 7 146 703 actions nouvelles émises. Cette opération a notamment permis le renforcement de la position de MACSF et Credit Mutuel Arkea au capital de TC.

Par ailleurs, TC a obtenu le 6 janvier 2017 l'engagement ferme du Fonds Stratégique de Participations (FSP) pour la souscription d'une augmentation de capital réservée comprise entre 40,0 M€ et 50,0 M€ au prix unitaire de 21,0 € par action, soit un nombre maximal de 2 380 951 nouvelles actions émises. L'émission des nouvelles actions se déroulera à la date de règlement-livraison de l'Offre, prévue le 2 mars 2017.

Le prix unitaire de 21,0 € correspond à celui des Apports et de l'augmentation de capital de juillet 2016 décrites ci-dessous.

Apports d'actifs de décembre 2016

L'Assemblée Générale de TC du 21 décembre 2016 a approuvé la réalisation des Apports décrits en IV.A et ayant permis à TC de détenir la majorité des actifs du Groupe. Le montant total des Apports s'établit à 266,3 M€, rémunérés par l'émission d'actions nouvelles de TC au prix de 21,0 € par action, soit l'émission de 12 642 142 actions nouvelles.

Le prix unitaire de 21,0 € correspond à celui de l'augmentation de capital de juillet 2016 décrite ci-dessous.

Augmentation de capital de juillet 2016

Le 4 juillet 2016, TC a procédé à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires par l'émission de 19 802 842 actions nouvelles au prix unitaire de 21,0 €, soit un montant total de 415,9 M€, dont 176,1 M€ par compensation de créances au titre de la conversion des obligations émises en mai 2015.

Le prix unitaire de 21,0 € est compris entre l'ANR de TC par action au 30 juin 2016 de 20,75 € et celui au 30 septembre 2016 de 21,3€. Il est inférieur à l'ANR réévalué par Associés en Finance au 6 janvier 2017.

Augmentation de capital d'avril 2014

Le 18 avril 2014, TC a procédé à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires par l'émission de 6 088 119 actions nouvelles au prix unitaire de 18,25 €, soit un montant total de 111,1 M€, qui lui a notamment permis de participer à hauteur de 82,5 M€ à l'augmentation de capital lancée par Salvepar.

Le prix unitaire de 18,25 € est inférieur à l'ANR de TC par action au 31 mars 2014 de 20,45 €, ainsi qu'à l'ANR réévalué par Associés en Finance au 6 janvier 2017.

VI.D. Synthèse de l'évaluation de TC

Dans le cadre de l'OPE, les actionnaires de Salvepar se voient proposer une parité d'échange de 2,6333 actions TC par action Salvepar détenue. Cette parité a été calculée sur la base de l'ANR publié par Salvepar au 30 septembre 2016 et du prix unitaire de l'augmentation de capital réalisée par TC en juillet 2016, qui a également servi au calcul de la rémunération des Apports, soit un prix par action TC légèrement inférieur à l'ANR par action au 30 septembre 2016 de 21,3 €.

Sur la base des réévaluations menées par Associés en Finance au 6 janvier 2017, l'ANR de Salvepar s'établit à 58,0 € par action et l'ANR de TC à 22,1 € par action, soit un ratio d'échange de 2,6244 actions TC par actions Salvepar.

La parité d'échange proposée aux actionnaires de Salvepar dans le cadre de l'OPE extériorise une prime de +0,3% par rapport au ratio d'échange établi par Associés en Finance sur la base des ANR réévalués des deux sociétés au 6 janvier 2017.

Le ratio d'échange établi par Associés en Finance a été calculé sur la base de l'ANR réévalué de Salvepar au 6 janvier 2017 non retraité de la valeur des ADP. En effet, la rémunération des actions ordinaires de Salvepar intervient après paiement du dividende prioritaire revenant aux porteurs d'ADP. L'ancien actionnaire de Salvepar retrouvera un mécanisme similaire en devenant actionnaire de TC par le préciput attribué aux associés commandités, qui s'établit également à 12,5% du résultat net annuel. Cependant, la rémunération des actions ordinaires de TC intervient également après la rémunération annuelle du gérant commandité, qui s'établit à 2,0% des capitaux propres consolidés de TC. Réévalué au 6 janvier 2017 post rémunération du gérant commandité, l'ANR de TC s'établit à 21,6 € par action, soit un ratio d'échange de 2,6852 actions TC par actions Salvepar.

La parité d'échange proposée aux actionnaires de Salvepar dans le cadre de l'OPE extériorise une décote de -1,9% par rapport au ratio d'échange établi par Associés en Finance sur la base des ANR réévalués des deux sociétés au 6 janvier 2017 après prise en compte de la rémunération du gérant commandité.

Tableau 30 : Comparaison des différentes valorisations obtenues pour l'ANR de TC et les parités d'échange induites au 6 janvier 2017

		TC par action (€)	Salvepar par action (€)	Ratio d'échange	Prime induite
Parité proposée	ANR publié au 30/09/2016 pour Salvepar et transactions récentes pour TC	21,00 €	55,30 €	2,6333	-
ANR au 30/09/16	ANR publié au 30/09/2016	21,28 €	55,30 €	2,5987	1,3%
ANR estimé par Associés en Finance au 06/01/2017	Avant prise en compte de la rémunération du gérant pour TC	22,10 €	58,00 €	2,6244	0,3%
	Après prise en compte de la rémunération du gérant pour TC	21,60 €	58,00 €	2,6852	(1,9%)
Actif net Comptable (au 30 juin 2016)	Actif Net Comptable retraité de la valeur liquidative des ADP pour Salvepar	20,75 €	54,40 €	2,6217	0,4%

Sources : Associés en Finance

VII. Evaluation des ORNANE émises par Salvepar et des nouvelles ORNANE à émettre par TC

Afin de financer la poursuite de son développement, notamment à l'étranger, la Société a lancé le 6 mai 2015 une émission d'ORNANE. Alors que la Société ambitionnait de lever environ 135,0 M€, le succès du placement lui a permis d'exercer son option d'extension et de porter le montant émis à 150,0 M€. Ces fonds avaient vocation à être investis par Salvepar dans un renforcement de certaines de ses participations et dans l'acquisition de nouvelles lignes.

VII.A. Caractéristiques des ORNANE

Au 6 janvier 2017, les principales caractéristiques des ORNANE émises sont répertoriées dans le Tableau 31.

Tableau 31 : Principales caractéristiques des ORNANE émises par Salvepar

Récapitulatif des principales caractéristiques	ORNANE 2022
Date d'émission	18-mai-15
Date d'échéance	1-janv.-22
Maturité à l'émission (années)	6,63
Nominal (€)	61,63 €
Nombre d'obligations émises	2 433 879
Montant de l'émission (€)	149 999 963 €
Prime d'émission (%)	37,5%
Taux de coupon (%)	1,625%
Coupon semi-annuel (1er janvier / 1er juillet)	0,50 €
Taux de conversion à l'émission	1,000
Seuil de conversion à l'émission	61,63 €
Taux de conversion	1,025
Seuil de conversion	60,13 €
Nombre d'obligations en circulation	2 433 877
Nombre potentiel d'actions nouvelles	2 494 724
Dilution potentielle	25,1%

Source : Société

Au 6 janvier 2017, 2 ORNANE ont été converties en actions et 2 433 877 ORNANE sont toujours en circulation.

Exercice du droit à l'attribution d'actions

Les porteurs d'ORNANE disposent d'un droit à l'attribution d'actions exerçable à tout moment (ORNANE de type américain) à partir de leur émission et jusqu'à la 28ème séance de bourse précédant leur échéance. La valeur de conversion est déterminée comme le produit du taux de conversion et du cours moyen de l'action sur les 20 dernières séances de bourse (5 dernières séances de bourse en période d'offre publique sur les actions de la Société).

En cas d'exercice de son droit à l'attribution d'actions, le porteur d'OCEANE recevra, au choix de la Société :

- **Si la valeur de conversion est inférieure ou égale à la valeur nominale (ORNANE hors de la monnaie ou à la monnaie) :** un montant en numéraire égal au produit de la valeur de conversion et du nombre d'ORNANE exercées ;

■ **Si la valeur de conversion est supérieure à la valeur nominale (ORNANE dans la monnaie) :**

- un montant en numéraire égal au produit de la valeur de conversion et du nombre d'ORNANE exercées ;
- une combinaison d'actions nouvelles et/ou existantes et de numéraire, dans des proportions déterminées par la Société, telles que le montant perçu par le porteur soit égal à la valeur de conversion.

L'exercice de ce droit par tous les détenteurs d'ORNANE, et le potentiel choix de la Société de ne délivrer que des actions nouvelles, détermine le nombre maximal d'actions nouvelles à émettre.

Amortissement et exigibilité

Les ORNANE sont amortissables au pair en totalité le 1^{er} janvier 2022. La société se réserve le droit de procéder à tout moment à l'amortissement d'une partie d'entre elles par des rachats en bourse, hors bourse, par des offres d'achat ou d'échange. Elle peut également procéder à leur amortissement anticipé en totalité dans les cas suivants :

- A tout moment au pair majoré des intérêts courus si leur nombre en circulation devient inférieur à 15% du nombre émis ;
- A tout moment à compter du 15 janvier 2019 au pair majoré des intérêts courus, si la moyenne arithmétique du produit du ratio d'attribution et des premiers cours cotés de l'action, sur une période de 20 jours de bourse consécutifs parmi les 40 derniers, excède 130% de la valeur nominale (clause dite de *soft call*).

Les porteurs disposent également d'une option leur permettant de demander le remboursement anticipé au pair majoré des intérêts courus en cas de changement de contrôle de la Société. Le changement de contrôle est caractérisé par le fait qu'un tiers vienne à détenir directement ou indirectement :

- soit la majorité des droits de vote de la Société ;
- soit plus de 40% de ces droits de vote si aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, n'en détient davantage.

Il existe également une clause d'exigibilité anticipée liée à la cessation définitive de cotation du sous-jacent qui stipule que, sur décision de l'assemblée des détenteurs d'ORNANE, celles-ci pourront être rendues exigibles à un prix de remboursement égal au pair majoré des intérêts courus si les actions de la Société cessaient d'être cotées sur Euronext Paris sans être cotées sur un autre marché réglementé de l'Union Européenne.

Ajustement du taux de conversion

Afin de veiller au maintien des droits des porteurs, un ajustement du taux de conversion des ORNANE est prévu dans les cas suivants :

- opérations financières avec droit préférentiel de souscription coté ou par attribution gratuite de bons de souscription cotés ;
- attribution d'actions gratuites aux actionnaires, regroupement ou division des actions ;
- incorporation de réserves, bénéfices ou primes, réalisée par majoration du montant nominal des actions ;
- distribution de réserves et/ou de primes en espèces ou en nature ;

- attribution gratuite aux actionnaires de la Société de tout titre financier autre que des actions ;
- absorption, fusion, scission ;
- rachat de ses propres actions à un prix supérieur au cours de bourse ;
- amortissement du capital ;
- modification de la répartition de ses bénéfices, y compris par la création d'actions de préférence ou l'amélioration des termes financiers des actions de préférence existantes ;
- distribution d'un dividende exceptionnel aux porteurs des actions.

Par ailleurs, dans les cas où les actions de la Société seraient visées par une offre publique susceptibles d'entraîner un changement de contrôle, un ajustement du taux de conversion des ORNANE est prévu. Le nouveau taux de conversion (NTC) est alors calculé par un ajustement du taux de conversion actuel (TCA) selon la formule suivante :

$$NTC = TCA \times (1 + Prime\ d'émission \times \frac{J}{JT})$$

Avec J est le nombre de jours entre la date d'ouverture de l'offre et la date d'échéance des ORNANE. JT est le nombre de jours entre la date d'émission et la date d'échéance des ORNANE.

TC contrôlant Salvepar avant le lancement de l'Offre, celle-ci n'occasionne pas de changement de contrôle de la Société et est donc sans impact sur le taux de conversion des ORNANE.

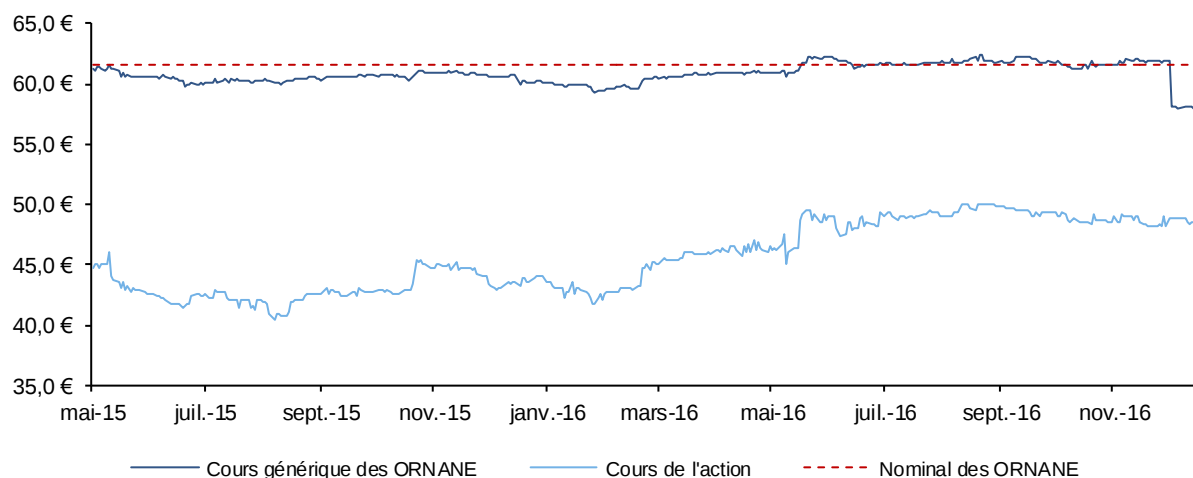
VII.B. Analyse du cours des ORNANE (à titre indicatif)

Les ORNANE ont été admises aux négociations sur Euronext Paris dès leur émission. Les obligations étant échangées sur un marché de gré à gré, les informations sur les volumes échangés ne sont pas publiquement disponibles. Néanmoins, la détention des ORNANE à l'émission permet d'observer qu'elles ont été essentiellement souscrites par des actionnaires de Salvepar ou des investisseurs institutionnels (cf. partie III.D).

A la vue de la faible volatilité et de la faible liquidité de l'action sous-jacente, les ORNANE émises par Salvepar ne constituent pas des instruments financiers susceptibles d'intéresser des arbitragistes ou des investisseurs actifs. Les porteurs d'ORNANE les ont souscrites tout en sachant que la liquidité offerte serait limitée, soit dans l'optique de les conserver jusqu'à échéance pour en percevoir les coupons, soit de les convertir en cas de forte progression du cours de l'action Salvepar.

Au 6 janvier 2017, selon des informations communiquées par la Société et ses conseils, très peu d'échanges auraient eu lieu sur les ORNANE depuis leur émission. On peut observer l'évolution du « cours générique » calculé par Bloomberg, qui synthétise les prix proposés par le faible nombre de contributeurs actifs sur l'instrument, mais celui-ci ne peut en aucun cas être considéré comme une référence ou un prix de transaction.

Graphique 23 : Evolution du « cours générique » de l'ORNANE depuis son émission



Source : Bloomberg

Depuis son émission et jusqu'au 19 décembre 2016, le cours générique de l'ORNANE calculé par Bloomberg évoluait autour du prix d'émission de 61,63 €, dans une fourchette comprise entre 59,36 € et 62,36 €. Le 20 décembre 2016, le « cours générique » de l'ORNANE a chuté de façon abrupte de 61,90 € à 58,05 €, sans variation de cours significative sur le cours de l'action sous-jacente. Cette baisse peut être la conséquence d'une transaction réalisée par un porteur, qui aurait consenti à une décote afin de trouver de la liquidité pour la vente de ses ORNANE.

VII.C. Valorisation intrinsèque des ORNANE avant l'annonce de l'offre

La valeur d'une ORNANE se compose d'un plancher obligataire ou plancher actuariel, valorisant les coupons à recevoir et le remboursement au pair prévu à l'échéance, et d'une composante optionnelle, valorisant le droit à l'attribution d'actions. En fonction du cours de l'action sous-jacente, l'ORNANE peut avoir un profil qui se rapproche davantage de l'obligation ou de l'action. Ainsi, la valorisation intrinsèque des ORNANE nécessite l'estimation des paramètres suivants :

- Le cours de référence de l'action sous-jacente ;
- La volatilité de l'action sous-jacente ;
- Le taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente ;
- La maturité résiduelle ;
- Le taux sans risque ;
- Le risque de crédit ;
- Le taux de prêt-emprunt de l'action sous-jacente ;
- La dilution.

La valorisation intrinsèque des ORNANE est également fonction de leurs caractéristiques précédemment détaillées, notamment le taux de coupon, la possibilité d'exercice à tout moment du droit d'attribution et le risque d'amortissement anticipé par l'émetteur au-dessus de certains niveaux de cours de l'action sous-jacente (le *soft call*).

Le modèle binomial est utilisé pour la valorisation intrinsèque des ORNANE. Par sa flexibilité, il est le plus adapté pour s'approcher au mieux de l'ensemble de leurs caractéristiques. Il permet de prendre en compte la possibilité d'exercice à tout moment du droit d'attribution et la dilution engendrée, les paiements de coupons et le *soft call*.

Cours de référence de l'action sous-jacente

Au 6 janvier 2017, le cours de l'action Salvepar s'établit à 48,79 €. Du fait de la faible liquidité de l'action, le cours de référence retenu est la moyenne sur trois mois des cours moyens pondérés par les volumes, soit 48,57 €.

Volatilité de l'action sous-jacente

Comme vu précédemment, la volatilité du cours de l'action Salvepar s'est stabilisée depuis le second semestre 2014 autour de 10,0%. Cependant, du fait de la faible liquidité du titre, le cours de l'action est susceptible de réagir fortement à des événements exceptionnels. Au 30 décembre 2016, une volatilité centrale de 15,0% est donc retenue dans le cadre de la valorisation des ORNANE.

Taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente

La politique de distribution de Salvepar consiste à proposer à ses actionnaires un rendement par rapport à la valeur d'ANR proche de 4,0%. Compte tenu de la décote du cours par rapport à la valeur d'ANR, cette politique de distribution correspond à un rendement par rapport au cours proche de 5,0%. Cependant, un mécanisme d'ajustement du taux de conversion des ORNANE permet aux porteurs d'être protégés, dès lors que le taux de rendement annuel sur l'action excède 3,75%. Au 30 décembre 2016, un taux de rendement en dividendes de l'action sous-jacente de 3,75% est donc retenu dans le cadre de la valorisation des ORNANE.

La maturité résiduelle

Au 6 janvier 2017, la maturité résiduelle des ORNANE est de 4,99 années.

Le taux sans risque

Au 6 janvier 2017, le taux swap sur 5 ans s'établit à 0,06%. En cohérence avec le cours de l'action, le taux sans risque retenu est la moyenne sur trois mois des taux swap à 5 ans, soit 0,05%.

Le risque de crédit

La Société étant en situation de trésorerie nette et ne présentant pas de risque de défaut significatif, il n'existe aucun instrument de protection contre le risque de crédit de la Société. A leur émission, le *spread* de crédit extériorisé par la valeur des ORNANE s'établissait à 1,50%. Depuis, aucun élément ne permet de penser que le risque de crédit spécifique de la Société ait significativement varié. Du fait de la légère progression de l'indice ITraxx Europe 5 ans sur la période, un *spread* de crédit central de 1,75% est retenu au 6 janvier 2017.

Le taux de prêt-emprunt de l'action sous-jacente

La liquidité de l'action sous-jacente étant particulièrement faible, il n'existe pas de marché de prêt-emprunt sur les actions de la Société. Au 6 janvier 2017, un taux de prêt-emprunt de l'action sous-jacente de 4,0% est utilisé dans le cadre de la valorisation des ORNANE, cohérent avec le niveau implicite à l'émission, afin de prendre en compte les difficultés pour un porteur à couvrir le risque de variation du cours de l'action.

La dilution

Au 6 janvier 2017, les ORNANE sont hors de la monnaie et ne sont pas prises en compte dans le calcul du nombre d'actions Salvepar. Afin de les valoriser, l'évolution du cours de l'action est

représentée par un arbre binomial qui permet de prendre en compte la possibilité d'exercice du droit à l'attribution d'action à tout moment.

La plus-value réalisée par les porteurs d'ORNANE est fonction de la dilution engendrée par l'exercice de leur droit à l'attribution d'actions.

Si les porteurs sont dans une situation d'exercice de leur droit à l'attribution d'actions, le cours dilué est calculé de la manière suivante :

$$\text{Cours dilué} = \frac{(N_0 \times \text{cours}) + (\text{Nominal}_{ORNANE} \times N_{ORNANE})}{(N_0 + N_{ORNANE})}$$

A chaque nœud de l'arbre binomial, la plus-value obtenue en cas d'exercice du droit à l'attribution d'actions par les porteurs d'ORNANE est donc calculée sur la base du cours dilué.

Résultat de la valorisation intrinsèque des ORNANE

Au 6 janvier 2017, compte tenu des paramètres discutés ci-dessus, la valorisation intrinsèque centrale des ORNANE émises par Salvepar s'établit à 61,46 € y compris coupon couru non-échu de 0,01 €, soit une valeur de 61,45 € hors coupon couru non-échu, légèrement inférieure à leur valeur nominale de 61,63 €.

Tableau 32 : Sensibilité de la valorisation intrinsèque de l'ORNANE y.c. coupon couru non-échu

		Spread de crédit		
		1,50%	1,75%	2,00%
Volatilité de l'action sous-jacente	10,0%	61,89	61,15	60,43
	15,0%	62,17	61,46	60,75
	20,0%	62,84	62,13	61,44

Source : Associés en Finance

VII.D. Possibilités offertes aux porteurs d'ORNANE au moment de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, les porteurs d'ORNANE disposent de plusieurs options. Leur étude et la comparaison des résultats financiers obtenus permettent de calculer la valeur des ORNANE et de conclure sur l'équité de l'offre proposée aux porteurs. Les possibilités offertes à un porteur d'ORNANE sont les suivantes :

- Apporter ses ORNANE à l'OPA sur les ORNANE ;
- Demander l'attribution d'actions Salvepar, puis apporter les actions à l'OPA sur les actions ;
- Apporter ses ORNANE à l'OPE en ORNANE TC ;
- Demander l'attribution d'actions Salvepar, puis apporter les actions à l'OPE en actions TC ;
- Demander l'attribution d'actions Salvepar, puis les conserver ou les céder sur le marché ;
- Conserver ses ORNANE ou les céder sur le marché.

La comparaison des possibilités offertes aux porteurs est effectuée à la date d'émission des nouvelles ORNANE TC, qui correspond à la date de règlement-livraison de l'Offre, soit le 2 mars 2017.

VII.D.1. Apporter ses ORNANE à l'OPA

L'OPA initiée par TC sur les ORNANE Salvepar permet aux porteurs de les apporter contre un paiement en numéraire égal à leur valeur nominale augmentée du coupon couru non-échu. A la date de règlement-livraison de l'Offre, le coupon couru non-échu s'établit à 0,16 €, soit une valeur numéraire de 61,79 €.

VII.D.2. Demander l'attribution d'actions puis les apporter à l'OPA

L'OPA initiée par TC sur les actions Salvepar permet aux porteurs d'ORNANE d'exercer leur droit à l'attribution d'actions Salvepar puis d'apporter celles-ci contre une valeur numéraire égale au prix d'Offre de 55,3 € par action. Les porteurs obtiendraient une valeur numéraire de 56,68 €, égale au produit du ratio de conversion de 1,025 et du prix d'Offre sur les actions de 55,3 €.

VII.D.3. Apporter ses ORNANE à l'OPE

L'OPE initiée par TC sur les ORNANE Salvepar permet aux porteurs de les apporter contre de nouvelles ORNANE TC présentant des caractéristiques similaires, pour un ratio d'une ORNANE TC par ORNANE Salvepar. Les principales caractéristiques des nouvelles ORNANE TC sont répertoriées dans le Tableau 33.

Tableau 33 : Principales caractéristiques des nouvelles ORNANE TC

Récapitulatif des principales caractéristiques	ORNANE TC
Date d'émission	2-mars-17
Date de jouissance	1-janv.-17
Date d'échéance	1-janv.-22
Maturité à l'émission (années)	4,84
Nominal (€)	61,63 €
Taux de coupon (%)	1,625%
Coupon semi-annuel (1er janvier / 1er juillet)	0,50 €
Taux de conversion à l'émission	2,699
Seuil de conversion à l'émission	22,83 €

Source : Tikehau

La date d'échéance, le nominal et le taux de coupon des nouvelles ORNANE TC sont identiques à celles des ORNANE Salvepar. La date de jouissance a été fixée au 1^{er} janvier 2017, date de paiement du dernier coupon versé par l'ORNANE Salvepar, afin de ne pas créer de distorsion sur le paiement du prochain coupon. Le taux de conversion à l'émission est égal au produit du taux de conversion actuel de l'ORNANE Salvepar et de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'OPE sur les actions Salvepar, soit $1,025 \times 2,6333 = 2,699$. Les modalités d'exercice du droit à l'attribution d'actions, d'amortissement et d'exigibilité, ainsi que d'ajustement du taux de conversion sont similaires à celles des ORNANE Salvepar.

Le nombre d'ORNANE TC émises dépendra du choix des porteurs d'ORNANE Salvepar entre l'OPE, l'OPA ou la conservation de leurs titres. Préalablement au lancement de l'Offre, TC a obtenu des engagements d'apport à l'OPE de la part de MACSF et SurAvenir concernant la totalité des ORNANE qu'ils détiennent, soit respectivement 659 024 et 311 536 ORNANE (cf. Tableau 2). Les ORNANE déjà détenues par TC n'étant pas visées par l'Offre, 423 880 ORNANE supplémentaires en circulation sont susceptibles d'être apportées à l'OPE, soit un nombre maximum de 1 394 440

ORNANE TC émises. Le nombre d'ORNANE TC émises sera ainsi compris entre 970 560 et 1 394 442.

La valorisation intrinsèque des nouvelles ORNANE TC dépend des mêmes paramètres que la valorisation des ORNANE Salvepar. A l'émission des nouvelles ORNANE TC, leur maturité résiduelle sera identique à celle des ORNANE Salvepar, tout comme le taux sans risque. Pour ce qui est des autres paramètres :

- **Cours de l'action sous-jacente** : la cotation sur Euronext Paris des actions de TC interviendra au règlement-livraison de l'Offre. L'ANR par action de TC peut servir de référence pour l'estimation du cours théorique de l'action TC à l'émission des nouvelles ORNANE. A partir de l'ANR réévalué par Associés en Finance au 6 janvier 2017 de 22,1 € et d'une hypothèse de décote du cours de l'action par rapport à l'ANR égale à la décote de Salvepar au 30 septembre 2016 de -10,5%, le cours théorique de l'action TC s'établit à 19,78 € ;
- **Volatilité de l'action sous-jacente** : du fait de la non-cotation de l'action TC, sa volatilité ne peut être estimée par des calculs de volatilité historique. La volatilité retenue pour la valorisation des ORNANE Salvepar peut servir de référence pour l'estimation de la volatilité des ORNANE TC, bien que le périmètre d'activité de TC diffère légèrement, notamment du fait des activités de gestion d'actifs. Une volatilité de l'action TC de 15,0 % est ainsi retenue pour la valorisation des ORNANE TC ;
- **Taux de rendement de l'action sous-jacente** : le périmètre de TC ayant été modifié par les opérations en cours, la politique de distribution de TC ne peut être estimée par rapport à la politique de distribution passée. Après discussion avec le management de TC, un taux de rendement de l'action TC de 3,0% est retenu pour la valorisation des ORNANE TC ;
- **Risque de crédit** : à la finalisation des opérations de simplification de la structure du Groupe, TC demeurera en situation de trésorerie nette positive et ne présentera pas de risque de défaut significatif. Mis en perspective de celui de Salvepar, le risque de crédit de TC devrait être d'un niveau similaire, malgré un portefeuille d'activités légèrement différent, mais une taille plus importante. Un *spread* de crédit de 1,75% est ainsi retenue pour la valorisation des ORNANE TC ;
- **Taux de prêt-emprunt de l'action sous-jacente** : l'actionnariat de TC se constitue essentiellement d'investisseurs stratégiques de long-terme qui ont vocation à conserver leur participation. Le flottant de TC dépendra du choix des actionnaires constituant le flottant actuel de Salvepar entre l'OPA et l'OPE. Dans tous les cas, le flottant de TC sera limité et les volumes échangés sur l'action devraient l'être également. Un taux de prêt-emprunt de l'action TC de 4,0% est retenu pour la valorisation des ORNANE TC, identique à celui utilisé pour la valorisation des ORNANE Salvepar ;
- **Dilution** : le nombre d'ORNANE TC émises dépendra du choix des porteurs d'ORNANE Salvepar entre l'OPE et l'OPA, mais aussi du choix des actionnaires constituant le flottant actuel de Salvepar entre l'OPE et l'OPA. Comme vu précédemment, TC a obtenu des engagements d'apport à l'Offre de la part de différents porteurs d'ORNANE et actionnaires. Ainsi :
 - La dilution potentielle maximale correspondrait au cas où l'ensemble des ORNANE Salvepar encore en circulation, à l'exception de celles déjà détenues par TC et non visées par l'Offre, seraient apportées à l'OPE et que l'apport d'actions Salvepar à l'OPE se limiterait aux engagements reçus. 1 394 440 ORNANE TC seraient émises, susceptibles d'engendrer la création de 3 763 778 actions TC nouvelles pour un capital de TC composé de 70 754 818 actions, soit une dilution potentielle de 5,1% (hors BSA) ;
 - La dilution potentielle minimale correspondrait au cas où l'ensemble des actions Salvepar encore en circulation, à l'exception de celles détenues par TC, seraient apportées à l'OPE et que l'apport d'ORNANE à l'OPE se

limiterait aux engagements reçus. 970 560 ORNANE TC seraient émises, susceptibles d'engendrer la création de 2 619 670 actions TC nouvelles pour un capital de TC composé de 71 155 567 actions, soit une dilution potentielle de 3,6% (hors BSA) ;

Les nouvelles ORNANE TC émises sont donc susceptibles d'engendrer une dilution potentielle hors BSA comprise entre 3,6% et 5,1%.

La valorisation intrinsèque des nouvelles ORNANE TC est effectuée à leur date d'émission, qui correspond à la date de règlement-livraison de l'Offre, soit le 2 mars 2017. Leur maturité résiduelle est alors de 4,83 années. Compte tenu des caractéristiques présentées ci-dessus, la valorisation centrale des ORNANE émises par TC s'établit à 62,19 € y compris coupon couru non-échu, soit 62,03 € hors coupon couru non-échu, légèrement supérieure à leur valeur nominale.

Tableau 34 : Sensibilité de la valorisation intrinsèque de l'ORNANE y compris coupon couru non-échu

		Spread de crédit		
		1,50%	1,75%	2,00%
Volatilité de l'action sous-jacente	10,0%	62,13	61,43	60,74
	15,0%	62,87	62,19	61,53
	20,0%	64,09	63,43	62,77

Source : Associés en Finance

Si on considère un cours théorique de l'action TC calculé sur la base d'un ANR par action de 21,0 €, qui sert de référence au calcul de la parité d'échange proposée et donc d'ajustement du ratio de conversion des ORNANE, et d'une décote de -10,5% au 30 septembre 2016, la valorisation des ORNANE émises par TC s'établit à 61,70 € hors coupon couru non-échu.

VII.D.4. Demander l'attribution d'actions puis les apporter à l'OPE

L'OPE initiée par TC sur les actions Salvepar permet aux porteurs d'ORNANE d'exercer leur droit à l'attribution d'actions Salvepar puis d'apporter celles-ci contre 2,6333 actions TC par action Salvepar. Compte tenu du ratio de conversion de 1,025 action Salvepar par ORNANE, les porteurs obtiendraient 2,699 actions TC par ORNANE, ce qui correspond au ratio de conversion des nouvelles ORNANE TC.

En partant de l'hypothèse d'un cours théorique de l'action TC de 19,78 € tel qu'utilisé pour la valorisation des ORNANE TC, les porteurs obtiendraient une valeur en actions TC de 53,39 €, égale au produit du nombre d'actions obtenu de 2,699 et du cours théorique de 19,78 €.

VII.D.5. Demander l'attribution d'actions et les conserver

Les porteurs d'ORNANE Salvepar pourraient choisir d'exercer leur droit à l'attribution d'actions Salvepar sans les apporter à l'Offre. Compte tenu du ratio de conversion de 1,025 action Salvepar par ORNANE et d'un cours de l'action Salvepar ajusté sur le prix d'Offre par action de 55,3 €, les porteurs obtiendraient une valeur en actions Salvepar de 56,68 €.

TC ayant pour intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions Salvepar dans les trois mois suivant l'Offre, et celui-ci devant intervenir au prix actuellement proposé dans le cadre de l'OPA, les porteurs ayant choisi cette option se retrouveraient dans la même situation que ceux ayant choisi d'exercer leur droit à l'attribution d'actions puis d'apporter leurs actions à l'OPA.

Il est à noter que, compte tenu des engagements d'apport à l'Offre, TC est assuré d'obtenir un minimum de 98,0% des actions Salvepar (cf. Tableau 1), et donc de pouvoir mettre en place le retrait obligatoire des actions à l'issue de l'Offre.

VII.D.6. Conserver ses ORNANE

Les porteurs d'ORNANE Salvepar pourraient choisir de ne pas apporter leurs ORNANE à l'Offre et de ne pas exercer leur droit à l'attribution d'actions. La valorisation intrinsèque des ORNANE Salvepar à l'issue de l'Offre, c'est-à-dire au 2 mars 2017, est effectuée compte tenu de paramètres similaires à ceux utilisés pour la valorisation au 6 janvier 2017, à l'exception d'une maturité réduite à 4,83 années. Elle s'établit à 61,61 € y compris coupon couru non-échu, soit 61,45 € hors coupon couru non-échu.

TC ayant également pour intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des ORNANE Salvepar à l'issue de l'Offre, et celui-ci devant intervenir à la valeur numéraire actuellement proposée dans le cadre de l'OPA, les porteurs ayant choisi cette option pourraient se retrouver dans la même situation que ceux ayant choisi d'apporter leurs ORNANE à l'OPA. Si TC venait à ne pas être en mesure de mettre en place le retrait obligatoire des ORNANE Salvepar, TC pourrait convertir celles qu'il détient à l'issue de l'Offre, ce qui pourrait lui permettre de procéder à l'amortissement anticipé de l'ensemble des ORNANE si leur nombre devenait inférieur à 15% du nombre émis.

Il est à noter que, compte tenu des engagements d'apport à l'Offre, TC est assuré d'obtenir un minimum de 94,1% du capital pleinement dilué de Salvepar (cf. Tableau 1 et 2) et que seuls des apports quasi-inexistants à l'Offre pourraient l'empêcher d'être en situation de mettre en place le retrait obligatoire de l'ensemble des titres à l'issue de l'Offre.

Si TC n'était en mesure ni de retirer de la cote ni d'amortir les ORNANE Salvepar en circulation à l'issue de l'Offre, les porteurs ayant choisi cette option serait détenteur d'un titre de liquidité très faible et ayant pour sous-jacent une action Salvepar retirée de la cote.

VII.E.Synthèse de l'évaluation des ORNANE

Au 6 janvier 2017, compte tenu des paramètres discutés ci-dessus, la valorisation intrinsèque des ORNANE émises par Salvepar s'établit à 61,93 € y compris coupon couru non-échu de 0,50 €, soit une valeur de 61,43 € hors coupon couru non-échu, légèrement inférieure à leur valeur nominale de 61,63 €. Le Tableau 35 présente la situation du porteur d'une ORNANE Salvepar en fonction de l'option choisie pendant l'Offre.

Tableau 35 : Situation d'un porteur d'ORNANE Salvepar (valeurs y.c. coupon couru au 2 mars 2017)

<i>Option choisie par le porteur d'une ORNANE Salvepar</i>						
	Apport à l'OPA	Conversion et apport à l'OPA	Apport à l'OPE	Conversion et apport à l'OPE	Conversion et conservation	Conservation
Portefeuille post-Offre	Numéraire	Numéraire	1 ORNANE TC	2,699 actions TC	1,025 actions Salvepar	1 ORNANE Salvepar
Valeur	61,79 €	56,68 €	62,19 €	53,39 €	56,68 €	61,61 €

Source : Tikehau

Les porteurs qui choisiraient d'exercer leur droit à l'attribution d'actions Salvepar, que ce soit pour apporter les actions à l'Offre ou les conserver, obtiendraient une valeur inférieure à celle obtenue en apportant directement leurs ORNANE à l'Offre. En effet, en convertissant leurs ORNANE hors de la monnaie, ils renonceraient à leur valeur temps. Les porteurs qui choisiraient de conserver

leurs ORNANE seraient exposés au risque d'un retrait obligatoire ou d'un amortissement anticipé. En effet, par les engagements d'apport reçus, TC est assuré d'obtenir un minimum de 98,0% des actions et de 82,6% des ORNANE, soit 94,1% du capital pleinement dilué. En cas de retrait obligatoire ou d'amortissement anticipé des ORNANE, les porteurs recevraient la valeur nominale augmentée du coupon couru non-échu, soit la valeur numéraire qui leur est proposée dans le cadre de l'OPA.

Les porteurs qui choisiraient d'apporter à l'OPA recevraient une valeur en numéraire égale à la valeur de remboursement/amortissement anticipé, soit la valeur nominale de l'ORNANE augmentée du coupon couru non-échu, et se verraient ainsi offrir une possibilité de liquidité sur leurs ORNANE. Les porteurs qui choisiraient d'apporter à l'OPE recevraient de nouvelles ORNANE TC répliquant les caractéristiques de l'ORNANE Savepar. Compte tenu des paramètres décrits ci-dessus, la valorisation intrinsèque de ces nouvelles ORNANE s'établit à 62,19 € y compris coupon couru, légèrement supérieure à la valeur en numéraire proposée dans le cadre de l'OPA. Cependant, cette valeur est dépendante des hypothèses utilisées, notamment de cours de l'action TC au règlement-livraison de l'Offre, de la volatilité ou du risque de crédit de TC. De plus, la liquidité de ces nouvelles ORNANE devrait être limitée.

TC contrôlant Savepar avant le lancement de l'Offre, celle-ci est sans impact sur le taux de conversion des ORNANE. De plus, les ORNANE sont hors de la monnaie et le resteront en cas d'ajustement du cours de l'action sur le prix d'Offre proposé. La situation des actionnaires par rapport aux porteurs d'ORNANE n'est donc pas modifiée par l'Offre et l'égalité de traitement sera jugée au travers des primes proposées sur les deux catégories d'instrument financier.

Le ratio d'échange établi par Associés en Finance a été calculé sur la base des valorisations intrinsèques des ORNANE Savepar et TC au 6 janvier 2017 hors coupon couru et s'établit à 0,9906 ORNANE TC par ORNANE Savepar. La parité d'échange proposée aux porteurs d'ORNANE dans le cadre de l'OPE extériorise une prime de +1,0% par rapport au ratio d'échange établi par Associés en Finance sur la base des valorisations intrinsèques des ORNANE Savepar et TC au 6 janvier 2017.

VIII. Commentaires des travaux de valorisation des banques présentatrices

BNP Paribas et Crédit Agricole, banques présentatrices de l'Offre, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères des deux sociétés, comme cela est usuel. L'Offre se composant d'une OPE à titre principal et d'une OPA à titre subsidiaire, les banques présentatrices et Associés en Finance ont procédé à la réévaluation des deux sociétés. Les ORNANE Salvepar, qui peuvent être apportées à l'OPE contre de nouvelles ORNANE TC ou à l'OPA, font l'objet d'une section distincte.

VIII.A. Evaluation de Salvepar (hors ADP)

VIII.A.1. Méthodes écartées

Les banques présentatrices écartent les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par actualisation des flux de trésorerie, par les comparables boursiers et par les transactions comparables.

VIII.A.2. Méthodes retenues

Les méthodes utilisées par les banques présentatrices sont identiques à celles utilisées par Associés en Finance. L'évaluation multi-critères est basée sur trois approches : l'analyse des cours de bourse, l'évaluation par l'Actif Net Réévalué et l'évaluation par l'Actif Net Comptable. L'approche par les objectifs de cours des analystes est présentée à titre indicatif.

VIII.A.2.a. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par les banques présentatrices est similaire à celle de d'Associés en Finance¹⁷, à l'exception de l'absence d'utilisation de la moyenne 10 jours comme référence supplémentaires pour l'appréciation du prix d'Offre. Les banques présentatrices ont choisi comme date de référence des cours le 6 janvier 2017, tout comme Associés en Finance.

VIII.A.2.b. Evaluation de l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est donc particulièrement pertinente pour des sociétés *holding*, et à ce titre a été utilisée par les banques présentatrices et par Associés en Finance.

Les banques présentatrices ont présenté les valeurs d'ANR publiées par Salvepar au 30 juin 2016 et 30 septembre 2016 (soit 54,9 € et 55,3 €). Par ailleurs, elles ont également proposé les valeurs d'ANR, retraitées de la valeur d'émission des ADP. Les banques présentatrices extériorisent alors des valeurs d'ANR de 54,1 € au 30 juin 2016 et 54,5 € au 30 septembre 2016.

Associés en Finance a également retenu la valeur publiée de l'ANR de Salvepar au 30 septembre 2016 et a procédé de manière identique lors du retraitement de la valeur d'émission des ADP. La valeur extériorisée par Associés en Finance de l'ANR par action retraité de la valeur d'émission des ADP au 30 septembre 2016 est également de 54,5 €.

¹⁷ Il peut néanmoins subsister de très légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée ou la méthode d'ajustement des dividendes.

Associés en Finance a également procédé à la réévaluation des participations détenues par Salvepar sur la base des cours au 6 janvier 2017¹⁸. Sur cette base, la valeur de l'ANR par action au 6 janvier 2017 ressort à 58,0 € non retraité de la valeur des ADP et 57,1 € retraitée de la valeur d'émission des ADP.

Les banques présentatrices présentent la valeur d'ANR publiée au 30 septembre 2016 retraité de la valeur intrinsèque des ADP obtenue par actualisation des dividendes prioritaires, soit 51,2 €. Associés en Finance a également retenu cette approche et aboutit à une valeur d'ANR réévaluée au 6 janvier 2017 retraitée de la valeur intrinsèque des ADP de 52,9 €.

VIII.A.2.c. Evaluation de l'Actif Net Comptable

Les banques présentatrices ont retenu la valeur d'Actif Net Comptable par action retraitée de la valeur d'émission des ADP sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2016, soit 54,4 €. Associés en Finance a également choisi de retenir cette approche et aboutit à une valeur similaire.

VIII.A.2.d. Synthèse

Tableau 36 : Comparaison des différentes valorisations obtenues par les banques présentatrices et Associés en Finance pour Salvepar

Méthode	Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING	CA CRÉDIT AGRICOLE CIB
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 13,3% par rapport au cours de clôture du 6 janvier 2017, ajusté du dividende Primes comprises entre 12,8% et 18,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 10 jours, 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois au 6 janvier 2017, ajustés du dividende	Prime de 13,3% par rapport au cours coté du 6 janvier 2017 Primes comprises entre 12,6% et 17,4% par rapport aux cours moyens sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an au 6 janvier 2017	
Actif net réévalué	Valeurs comprises entre 55,3 € et 58 € pour l'ANR avant retraitement des ADP, entre 54,5 € et 57,1 € pour l'ANR retraité de la valeur liquidative des ADP et de 52,9 € pour l'ANR retraitée de la valeur intrinsèque des ADP	Valeurs comprises entre 54,9 € et 55,3€ pour l'ANR avant retraitement des ADP, entre 54,1 € et 54,5 € pour l'ANR retraité de la valeur liquidative des ADP et de 51,2 € pour l'ANR retraitée de la valeur intrinsèque des ADP	
Actif net comptable	Valeur comprise de 54,4 € pour l'ANC retraité de la valeur liquidative des ADP	Valeur de 54,4 € sur la base de l'ANC retraité de la valeur liquidative des ADP	
Analyse des objectifs d'analystes (à titre indicatif)	L'objectif de cours retenu (50,0 €) fait ressortir une prime de 10,6% par rapport au prix d'offre proposé	L'objectif de cours retenu (50,0 €) fait ressortir une prime de 10,6% par rapport au prix d'offre proposé	

Sources : BNP Paribas, Crédit Agricole, Associés en Finance

¹⁸ Outre la prise en compte de la mise à jour des cour pour les participations cotées, la participation indirecte dans Assystem a été réévaluée selon une approche par les multiples, et celle dans ECF prend en compte un multiple de sortie estimé.

VIII.B. Evaluation des Actions de Préférence

VIII.B.1. Méthodologie de valorisation dite liquidative appliquée aux ADP Salvepar

L'approche liquidative a été utilisée par les banques présentatrices et par Associés en Finance. Cette approche consiste à prendre en compte la valeur des ADP sur la base de leur prix d'émission (6,5 M€) et du montant de dividende prioritaire couru (3,2 M€). Sur la base de cette méthodologie, la valeur des ADP Salvepar est de 9,7 M€.

VIII.B.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels appliquée aux ADP Salvepar

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont utilisé les éléments du plan d'affaires communiqué par la Société pour établir leur valorisation. Les banques n'ont pas prolongé les estimations du plan d'affaires et ont déterminé une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a prorogé le plan d'affaires de la Société sur 2 exercices supplémentaires, soit sur la période 2023-2024, puis a également établi des agrégats normatifs.

Cette différence méthodologique extériorise les écarts suivants :

- Pour la constitution du nouveau portefeuille, Associés en Finance a modélisé des nouveaux investissements annuels de 108,0 M€, cohérents avec les montants investis au cours des derniers exercices et permettant d'atteindre une trésorerie nette nulle à horizon 2024, alors que les banques présentatrices ont utilisé un montant annuel de 100,0 M€ ;
- Associés en Finance et les banques présentatrices ont déterminé le TRI des nouveaux investissements sur la base de leur coût des fonds propres de Salvepar, en considérant une hypothèse de rendement de 2,0 % ;
- Les travaux des banques présentatrices aboutissent à un coût des fonds propres de 7,32% calculé au 5 octobre 2016 sur la base d'une beta désendetté de 1,0. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût des fonds propres ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2) et aboutit à un coût des fonds propres de Salvpar de 8,34% au 30 décembre 2016, calculé à partir d'un coefficient de taille de la Société et d'un coefficient de risque opérationnel.

La valorisation établie par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux revenants aux porteurs d'ADP Salvepar après l'application d'une décote de -40% s'élève à 37,6 M€, contre une valorisation par les banques présentatrices de 33,8 M€. La décote employée est similaire et correspond à celle utilisée par l'expert indépendant à l'émission des ADP. Par souci de cohérence avec la méthodologie employée à l'émission, une valeur de 0,5 M€ a été ajoutée à l'ensemble des AP1 au titre du droit à la nomination d'une partie du Conseil d'Administration de la Société. Au 6 janvier 2017, la valorisation intrinsèque par Associés en Finance des 10 AP1 s'établit à 19,1 M€ et à 18,6 M€ pour les 10 AP2 contre 17,1 M€ et 16,6 M€ pour les banques présentatrices.

VIII.B.3. Méthodologie de valorisation sur la base du droit économique global (à titre indicatif)

Les banques présentatrices ont présenté à titre indicatif une valorisation des ADP sur la base d'une approche du droit économique global. Elles supposent que l'ANR de Salvepar se décompose de la même manière que son résultat net retraité et que l'application du ratio de 12,5% (part du résultat net retraité revenant aux actionnaires porteurs d'ADP) peut se faire à la valeur d'ANR. Par conséquent, sur la base de l'ANR publié au 30 septembre 2016 (412,4 M€), la valeur des ADP ressort à 51,9 M€. Associés en Finance a choisi de ne pas retenir cette approche.

Tableau 37 : Comparaison des différentes valorisations obtenues par les banques présentatrices et Associés en Finance pour les ADP Salvepar

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING	 CRÉDIT AGRICOLE CIB
Approche dite Liquidative	Valeur des ADP égale à leur valeur d'émission, soit 6,5 M€ dont 3,5 M€ pour les AP1 et 3 M€ pour les AP2, augmentée du montant de dividende prioritaire de 3,2 M€	Valeur des ADP égale à leur valeur d'émission, soit 6,5 M€ dont 3,5 M€ pour les AP1 et 3 M€ pour les AP2, augmentée du montant de dividende prioritaire de 3,2 M€	
Approche par les flux	Valeur des ADP de 37,6 M€, dont 19,1 M€ pour les AP1 et 18,6 M€ pour les AP2	Valeur des ADP de 33,8 M€, dont 17,1 M€ pour les AP1 et 16,6 M€ pour les AP2	
Approche du droit économique (présenté à titre indicatif par les Banques)	Associés en Finance n'a pas retenu cette méthode d'évaluation	La valeur implicite extériorisée pour les ADP ressort à 51,9 M€	

Sources : BNP Paribas, Crédit Agricole, Associés en Finance

VIII.C. Evaluation de Tikehau Capital

VIII.C.1. Méthodes écartées

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont écarté les méthodes par l'Actif Net Comptable consolidé et par l'actualisation des dividendes futurs.

VIII.C.2. Méthodes retenues

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont retenu la méthode de l'Actif Net Réévalué. Associés en Finance a procédé à la réévaluation de l'ANR de TC au 6 janvier 2017, notamment pour les participations dans les sociétés cotées et pour les principales plateformes du Groupe dans lesquelles TC est investi (Salvepar, TIM, TCE et TCP UK), ainsi que pour un certain nombre d'éléments spécifiques tels que les déficits reportables et les *carried interests*. Les banques présentatrices n'ont pas réévalué les participations cotées, à l'exception de Salvepar.

VIII.C.2.a. Réévaluation de la participation dans Salvepar

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont procédé à la réévaluation de la participation de TC dans Salvepar compte tenu de l'ANR réévalué, de l'évaluation des ADP à leur valeur intrinsèque et des ORNANE à leur valeur nominale. Compte tenu des différences d'appréciation de la valeur de l'ANR et des ADP de Salvepar, les banques présentatrices aboutissent à une valeur de 305,2 M€ de la participation de TC dans Salvepar contre 333,4 M€ pour Associés en Finance.

VIII.C.2.b. Réévaluation des autres participations cotées

Conformément à ce qui a été effectué pour l'ANR de Salvepar, Associés en Finance a procédé à la réévaluation au 6 janvier 2017 des participations directes et indirectes cotées, qui a abouti à une progression de l'ANR de TC de +11,4 M€. Les banques présentatrices ont retenu ces participations à leur valeur dans l'ANR de Salvepar au 30 septembre 2016.

VIII.C.2.c. Réévaluation de la participation dans TIM

Les méthodes utilisées par les banques présentatrices sont majoritairement identiques à celles utilisées par Associés en Finance. L'évaluation multi-critères des banques est basée sur trois approches, également retenues par Associés en Finance : l'actualisation des flux prévisionnels, l'examen des transactions récentes sur le capital de TIM et la valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers (à titre indicatif). La méthode de valorisation par les transactions comparables est présentée par Associée en Finance à titre indicatif, mais n'a pas été présentée par les banques.

Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Les banques présentatrices, tout comme Associés en Finance, ont effectué l'évaluation de TIM en deux temps : une première évaluation a été réalisée hors *carried interest*, puis les *carried interests* ont ensuite été évalués de façon indépendante.

Les banques présentatrices ont utilisé les éléments présents dans le plan d'affaires de la société pour établir leur valorisation, comme l'a fait Associés en Finance.

Les banques présentatrices ont prolongé les estimations jusqu'en 2026, avant de déterminer une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé son modèle Trival®. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le

rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2045.

Les flux prévisionnels estimés par les banques d'une part, et par Associés en Finance d'autre part, sont très proches en ce qui concernent les hypothèses de taux de commissions de gestion. Ils diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- Partant de l'hypothèse d'un mix-produit constant, les banques font converger le taux de croissance des actifs sous gestion vers un taux normatif de +0,5%. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance des actifs sous gestion qui ralentit à la fin du plan d'affaires et tout au long de la période 2022-2045, avec un ralentissement qui diffère selon la catégorie d'actifs, pour atteindre un taux normatif de +1,5% en 2045.
- La marge d'EBITDA estimée en normatif par les banques correspond à la marge d'EBITDA moyenne des sociétés. Les marges retenues par Associés en Finance sont en moyenne en-deçà des hypothèses des banques présentatrices. Cet élément est toutefois compensé par un taux d'actualisation plus faible utilisé par Associés en Finance.
- Comme hypothèse du besoin en fonds de roulement, les banques présentatrices retiennent un BFR de +8,4% du chiffre d'affaires. Associés en finance a supposé un BFR négatif, de 8,0% du chiffre d'affaires sur toute la période de modélisation.
- Les travaux des banques présentatrices aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 12,0% au 5 octobre 2016, sur la base d'un bêta désendetté de 1,58 calculé à partir de l'échantillon de sociétés utilisé pour TIM dans la méthode des comparables et d'une structure financière retenue sans endettement net normatif. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le coût du capital est notamment estimé en neutralisant l'impact de la structure financière à partir du risque opérationnel de la Société et de sa taille. L'estimation du coût du capital intègre également la taille de la Société. Les travaux menés aboutissent à un coût du capital de 10,74% au 30 décembre 2016, inférieur à celui présenté par les banques.

Les calculs présentés par Associés en Finance d'une part, et les banques présentatrices d'autre part, intègrent les mêmes éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres au 30 juin 2016.

Les banques ont évalué les *carried interests* à partir du plan d'affaires fourni par TIM en leur appliquant une probabilité de réalisation de 75%. Associés en Finance n'a pas appliqué de probabilité d'occurrence mais seuls les *carried interests* dont les fonds sont levés et investis au 30 décembre 2016 ont été pris en compte dans la valorisation. Les banques, tout comme Associés en Finance, ont utilisé le coût du capital de TIM comme taux d'actualisation pour valoriser les *carried interests* lui revenant.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux prévisionnels s'élève à 319,9 M€ en valeur des fonds propres, avant prise en compte de la trésorerie liée à l'augmentation de capital et après valorisation des *carried interests*, soit un niveau compris dans la fourchette de valorisation des banques (entre 264 M€ et 340 M€).

Examen des transactions récentes sur le capital de TIM

Les banques présentatrices ont examiné à titre indicatif les dernières transactions financières ayant eu lieu sur le capital de TIM. Elles ont retenu quatre opérations : une opération en 2010, une opération en 2014, l'augmentation de capital de novembre 2016 et les Apports. Associés en Finance a écarté l'opération ayant eu lieu en 2010. Les Apports ayant été effectués sur une valorisation par action identique à celle de l'augmentation de capital de novembre 2016, ceux-ci n'ont pas fait l'objet d'une analyse spécifique.

Les approches utilisées par les banques d'une part, et par Associés en Finance d'autre part, dans l'examen des transactions récentes sur le capital de TIM sont similaires. L'examen par les banques de l'opération ayant eu lieu en 2014 aboutit à une valorisation de TIM 181 M€, soit légèrement inférieure que la valorisation obtenue par Associés en Finance en étudiant la même transaction.

Méthode des comparables boursiers

Les résultats obtenus sont présentés par les banques présentatrices uniquement à titre indicatif, tout comme par Associés en Finance.

L'échantillon de sociétés considérées comme comparables par Associés en Finance et par les banques présentatrices est composé de gestionnaires d'actifs européens mais diffère sur la prise en compte de la société 3i Group. En effet, cette société a été écartée par Associés en Finance en raison d'une absence de prévisions quant à l'évolution de ses actifs sous gestion et de son EBITDA.

Outre cette différence dans l'échantillon retenu, la mise en œuvre de la Méthode des comparables boursiers par les banques diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- La date de référence retenue par les banques est le 17 décembre 2016, contre le 30 décembre 2016 pour Associés en Finance ;
- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : les banques ont valorisé TIM sur la base des EV/ AuM pour 2017e et 2018e et P/E (*Price to Earnings Ratio*) 2018e. Associés en Finance a aussi utilisé les multiples EV/ AuM pour 2017e et 2018e mais a ensuite privilégié le multiple d'EBITDA 2018e et non le multiple de P/E 2018e, considéré comme biaisé par les différences de structure financière des sociétés.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les valorisations de TIM obtenues par Associés en Finance et par les banques présentatrices (fourchette d'évaluation comprise entre 192 M€ et 336 M€).

Tableau 38 : Comparaison des différentes valorisations de TIM obtenues par les banques présentatrices et Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING  CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK
Evaluation du carried interest par DCF	Prise en compte des carried des fonds existants, sans valeur terminale Probabilité de 100% de réalisation des carried Valeur des carried : 25,7 M€	Prise en compte des carried du plan d'affaires, sans valeur terminale Probabilité de 75% de réalisation des carried Valeur des carried : 41 M€
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels - DCF to firm	WACC égal à 10,74% Trésorerie nette au 30/06/2016 : 13,5 M€ Valeur des fonds propres, carried compris et avant augmentation de capital : 319,9 M€	WACC égal à 12,0% Trésorerie nette au 30/06/2016 : 13,5 M€ Valeur des fonds propres, carried compris et avant augmentation de capital : fourchette entre 264 M€ et 340 M€
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	Exclusion de comparables américains Multiples VE/AuM 2017e et 2018e et VE/EBITDA 2018e Valeur comprise entre 219,8 M€ (multiples EBITDA) et 225,0 M€ (multiples AuM)	Exclusion de comparables américains Multiples VE/AuM 2017e et 2018e et P/E 2018e Valeur comprise entre 192 et 336 M€
Conclusion finale	Méthode retenue : DCF to firm avec le plan d'affaires du Management et un WACC de 10,74% Valeur d'entreprise : 306,5 M€ Valeur FPS après augm. de capital : 334,9 M€ Valeur de la participation de TC dans TIM (après impôt latent sur la plus-value) : 322,5 M€	Méthode retenue : Valeur des fonds propres considérée lors de l'augmentation de capital par les partenaires en 2016 Valeur d'entreprise : 287 M€ Valeur FPS après augm. de capital : 315 M€ Valeur de la participation de TC dans TIM (après impôt latent sur la plus-value) : 303,3 M€

Sources : BNP Paribas, Crédit Agricole, Associés en Finance

VIII.C.2.d. Réévaluation de la participation dans TCE

Les banques présentatrices, tout comme Associés en Finance, n'ont pas réévalué la participation de TC dans TCE. Les actions ordinaires de TCE détenues par TC ont été maintenues, lors de la valorisation de TCE, à leur coût historique d'acquisition. Les actions de préférence sont valorisées en prenant pour référence l'augmentation de capital souscrite au 30 septembre 2016 par le partenaire tiers.

VIII.C.2.e. Réévaluation de la participation dans TCP UK

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont procédé à la réévaluation de TCP UK compte tenu de la réévaluation de la participation de 35,0% détenue dans Duke Street. Associés en Finance a pris en compte l'ANC publié par Duke Street au 30 septembre 2016 de 16,2 M£ et l'évolution du taux de change €/£, soit une valorisation de la participation détenue dans Duke Street après impôts latents de 73,0 M€. Les banques ont procédé à cette réévaluation compte tenu de l'ANC publié par Duke Street au 30 juin 2016, soit une valorisation de la participation détenue dans Duke Street après impôts latents de 72,9 M€.

VIII.C.2.f. Réévaluation des déficits reportables

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont procédé à la réévaluation des déficits reportables intégrés à l'ANR de TC compte tenu du plan d'affaires fiscal 2016-2021 communiqué par TC. Associés en Finance a basé son évaluation sur le stock de déficits reportables au 30 septembre 2016, alors que les banques présentatrices ont utilisé le stock de déficits reportables au 30 juin 2016. Les banques présentatrices et Associés en Finance ont utilisé un coût des fonds propres calculé à partir du coût du capital de TIM et du coût du capital de Salvepar. Compte tenu des différences d'appréciation de ces derniers décrits ci-dessus, Associés en Finance a utilisé un taux d'actualisation de 9,0% pour la réévaluation des déficits reportables de TC et aboutit à une valorisation de 17,2 M€ contre un taux d'actualisation de 7,8% pour les banques présentatrices et une valorisation de 22,3 M€.

VIII.C.2.g. Réévaluation des *carried interests*

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont intégré à l'ANR de TC la valeur des *carried interests* sur les fonds gérés par TIM lui revenant directement. Compte tenu des différences d'appréciation de la valeur des *carried interests* de TIM décrites ci-dessus, Associés en Finance aboutit à une valorisation de 24,3 M€ contre 40,0 M€ pour les banques présentatrices.

VIII.C.2.h. Conclusion de la réévaluation

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont ajusté les éléments de passage de la valeur du portefeuille à la valeur de l'ANR de TC. Associés en Finance a pris en compte la participation de TC à l'augmentation de capital de TIM de novembre 2016, l'acquisition de la marque et l'opération intra-groupe ayant permis la détention de 35,0% du capital de Duke Street par TCP UK, l'augmentation de capital de 150,1 M€ de TC réalisée en janvier 2017, l'augmentation de capital de 50,0 M€ pour laquelle TC a obtenu l'engagement ferme d'un partenaire investisseur et l'émission des BSA approuvée par l'AG de décembre 2016, revalorisés par Associés en Finance. Les banques présentatrices ont maintenu les BSA à leur valeur d'émission et n'ont pas considéré les augmentations de capital de 200,1 M€ de janvier et mars 2017. Après considération des actions nouvelles émises lors de ces opérations, Associés en Finance a pris en compte un nombre d'actions TC de 63 702 477 contre 54 180 374 pour les banques présentatrices du fait de la non considération des augmentations de capital de janvier 2017.

Associés en Finance aboutit à une valorisation de l'ANR de TC de 1 400,1 M€ soit un ANR par action de 22,1 € par action, contre 1,2 Mds€ et 21,8 € par action pour les banques présentatrices. Associés en Finance a également procédé à la réévaluation de l'ANR par action après prise en compte de la rémunération du gérant commandité et aboutit à une valorisation de 21,6 € par action.

VIII.C.3. Transactions récentes

Les banques présentatrices et Associés en Finance ont considéré les augmentations de capital de juillet 2016 et janvier 2017, ainsi que les Apports réalisés en décembre 2016. L'ensemble de ces opérations a été réalisé au prix unitaire de 21,0 € par action TC. Associés en Finance a également considéré l'augmentation de capital de 111,1 M€ d'avril 2014 réalisée au prix unitaire de 18,25 € par action.

VIII.C.4. Synthèse

Les banques présentatrices ne recalculent pas de parité d'échange entre leur valorisation des ANR de Salvepar et TC. Associés en Finance aboutit à un ratio d'échange réévalué de 2,6852 actions TC par actions Salvepar après prise en compte de la rémunération du gérant commandité et conclut sur une décote de -1,9% de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'OPE.

Tableau 39 : Comparaison des différentes valorisations obtenues par les banques présentatrices et Associés en Finance pour TC

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING	 CRÉDIT AGRICOLE CIB
Actif net réévalué	Valeurs d'ANR de TC de 21,0 € sur le base des transactions récentes, 21,3 € pour l'ANR publié au 30/09/16, 22,1 € et 21,6 € pour l'ANR estimé au 06/01/17 avant et après prise en compte de la rémunération du gérant commandité	Valeurs d'ANR de TC de 21,0 € sur le base des transactions récentes, 21,3 € pour l'ANR publié au 30/09/16 et 21,8 € pour l'ANR réévalué au 30/09/16	
Actif net comptable	Valeur d'ANC de 20,75 € au 30/06/16	Valeur d'ANC de 20,75 € au 30/06/16	

Sources : BNP Paribas, Crédit Agricole, Associés en Finance

VIII.D. Evaluation des ORNANE

Les banques présentatrices comme Associés en Finance retiennent l'analyse des cours de l'ORNANE Salvepar à titre indicatif, du fait de l'absence de liquidité et de l'opacité du marché.

Les banques présentatrices et Associés en Finance procèdent à la valorisation intrinsèque des ORNANE Salvepar avant l'Offre. Associés en Finance utilise un modèle binomial quand les banques présentatrices utilisent un modèle trinomial. Les hypothèses considérées sont identiques, à l'exception du cours de l'action Salvepar, retenu à sa clôture du 6 janvier 2017 pour les banques, soit 48,79 €, contre la moyenne sur trois mois des cours moyens pondérés par les volumes pour Associés en Finance, soit 48,57 €, et de la volatilité, estimée à 14,5 % par les banques contre 15,0 % en valeur centrale par Associés en Finance. Les banques présentatrices aboutissent à une valorisation intrinsèque de 61,57 € hors coupon couru contre 61,45 € pour Associés en Finance.

Les banques présentatrices ne revalorisent pas les nouvelles ORNANE émises par TC et proposées à l'échange contre les ORNANE Salvepar, compte tenu de la similarité de leurs caractéristiques. Associés en Finance procède à la valorisation intrinsèque des nouvelles ORNANE TC et aboutit à une valeur de 62,03 € hors coupon couru.

IX. Conclusion de l'expertise indépendante

Le Groupe Tikehau Capital a annoncé le 9 janvier 2017 une simplification de sa structure avec pour principal objectif d'améliorer la visibilité et la compréhension de son modèle économique. La dernière étape de ce processus est le lancement par Tikehau Capital d'une Offre Publique d'Echange Simplifiée à titre principal assortie d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée à titre subsidiaire sur les actions ordinaires Salvepar et les ORNANE émises par Salvepar non détenues par Tikehau Capital.

Tikehau Capital est le résultat de la transformation de Tikehau Capital Partners en société en commandite par actions et de son changement de dénomination sociale intervenus le 7 novembre 2016. Préalablement à l'Offre, des opérations d'apport d'actifs approuvées par le vote de l'Assemblée Générale du 21 décembre 2016 ont également été réalisées afin de permettre à Tikehau Capital de détenir la majorité des actifs du Groupe.

Au titre de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée, Tikehau Capital propose aux actionnaires de Salvepar une parité d'échange de 2,6333 actions Tikehau Capital à émettre pour 1 action Salvepar et aux porteurs d'ORNANE une parité d'échange de 1 ORNANE Tikehau Capital à émettre pour 1 ORNANE Salvepar. Au titre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée à titre subsidiaire, Tikehau Capital propose aux actionnaires de Salvepar un prix par action de 55,3 € et aux porteurs d'ORNANE un prix par ORNANE de 61,63 € augmenté du coupon couru non échu à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Des engagements d'apport à l'Offre ont été signés entre les principaux actionnaires de Salvepar et Tikehau Capital, ainsi qu'entre certains porteurs d'ORNANE et Tikehau Capital. Par ces engagements d'Apport, qui s'ajoutent aux actions et ORNANE Salvepar qu'il détient, Tikehau Capital est assuré de détenir à l'issue de l'Offre 98,0% des actions Salvepar et 82,6% des ORNANE Salvepar, soit 94,1% du capital pleinement dilué. Si les résultats de l'Offre le lui permettaient, Tikehau Capital ambitionne de procéder au retrait obligatoire des actions et ORNANE Salvepar.

Le règlement-livraison de l'Offre, prévu le 2 mars 2017, donnera lieu à la cotation sur Euronext Paris des actions de Tikehau Capital. Les nouvelles ORNANE émises par Tikehau Capital et proposées à l'échange contre les ORNANE Salvepar seront également admises à la cotation.

Associés en Finance a été mandaté par le Conseil d'Administration de Salvepar du 28 octobre 2016 en qualité d'expert indépendant afin de se prononcer sur l'équité des termes et conditions de l'Offre initiée par Tikehau Capital. L'intervention d'Associés en Finance est fondée sur l'article 261-1, alinéas 1° et 5° du Règlement Général de l'AMF, du fait que Tikehau Capital contrôle Salvepar avant le lancement de l'Offre et que celle-ci porte sur des instruments financiers de catégories différentes. Sur le fondement de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport se prononce également sur l'éventuelle mise en place du retrait obligatoire sur les actions et les ORNANE.

Associés en Finance a procédé à l'évaluation de Salvepar et de Tikehau Capital, ainsi qu'à l'évaluation des ORNANE Salvepar et des nouvelles ORNANE à émettre par Tikehau Capital. Associés en Finance a pris en considération le statut de société en commandite par actions de TC et ses conséquences pour l'actionnaire minoritaire, notamment le préciput de 12,5% du résultat net social annuel attribué aux associés commandités et la rémunération annuelle du gérant commandité de 2,0% des capitaux propres consolidés.

Les conclusions des travaux menés par Associés en Finance sont les suivantes :

- dans le cadre de l'**Offre Publique d'Echange Simplifiée sur les actions**, la parité d'échange de 2,6333 actions Tikehau Capital à émettre pour 1 action Salvepar, a été calculée sur la base du dernier ANR publié par Salvepar au 30 septembre 2016 et du prix de l'augmentation de capital réalisée par Tikehau Capital en juillet 2016, qui a également servi au calcul de la rémunération des apports approuvés par le vote de l'Assemblée Générale du 21 décembre 2016. Sur la base des réévaluations menées par Associés en Finance au 6 janvier 2017, l'ANR de Salvepar s'établit à 58,0 € par action et l'ANR de Tikehau Capital à 21,6 € par action après prise en compte de la rémunération du gérant commandité, soit un ratio d'échange de 2,6852 actions Tikehau Capital par

actions Salvepar. La parité d'échange proposée aux actionnaires de Salvepar extériorise une décote de -1,9% par rapport au ratio d'échange établi par Associés en Finance sur la base des ANR réévalués des deux sociétés au 6 janvier 2017 ;

- dans le cadre de **l'Offre Publique d'Echange Simplifiée sur les ORNANE**, la parité d'échange d'une ORNANE Tikehau Capital à émettre pour une ORNANE Salvepar a été calculée en structurant l'ORNANE Tikehau Capital de façon à ce qu'elle réplique les caractéristiques de l'ORNANE Salvepar. Sur la base des évaluations menées par Associés en Finance à la date de règlement-livraison de l'Offre, soit le 2 mars 2017, la valorisation intrinsèque de l'ORNANE Salvepar hors coupon couru non-échu s'établit à 61,45 € et la valorisation intrinsèque de l'ORNANE Tikehau Capital hors coupon couru non-échu à 62,03 € par action, soit un ratio d'échange de 0,9906 ORNANE Tikehau Capital par ORNANE Salvepar. La parité d'échange proposée aux porteurs d'ORNANE Salvepar extériorise une prime de +1,0% par rapport au ratio d'échange établi par Associés en Finance sur la base des valorisations intrinsèques des deux ORNANE ;
- dans le cadre de **l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions**, le prix proposé de 55,3 € par action Salvepar correspond au dernier ANR publié par Salvepar au 30 septembre 2016. Il présente des primes comprises entre +12,8% et +18,8% par rapport aux moyennes de cours de l'action calculées sur différentes périodes arrêtées au 6 janvier 2017 et une prime de +4,5% par rapport à l'ANR de Salvepar retraité de la valeur intrinsèque des ADP réévalué par Associés en Finance au 6 janvier 2017 ;
- dans le cadre de **l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les ORNANE**, le prix proposé de 61,79 € par ORNANE Salvepar correspond à la valeur nominale augmentée du coupon couru non-échu à la date de règlement-livraison de l'Offre. Il correspond également à la valeur de remboursement/amortissement anticipé et se situe dans la fourchette de valorisation intrinsèque y compris coupon couru établie, de valeur centrale de 61,46 € et comprise entre 60,43 € et 62,84 €.

Les parités d'échange proposées sur les actions et les ORNANE dans le cadre de l'Offre Publique d'Echange Simplifiée à titre principal extériorisent des primes/décotes respectives de -1,9% et +0,9%. Les primes/décotes offertes sur les deux catégories d'instrument financier visées n'extériorisant pas de différence significative, l'Offre initiée par Tikehau Capital respecte l'égalité de traitement entre les actionnaires et les porteurs d'ORNANE.

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée à titre subsidiaire permet aux actionnaires de Salvepar et aux porteurs d'ORNANE de bénéficier d'une liquidité immédiate à des prix qui correspondent aux principales références d'évaluation de leurs titres, soient le dernier ANR publié au 30 septembre 2016 pour les actions et la valeur nominale augmentée du coupon couru non-échu pour les ORNANE. Les deux instruments financiers sont actuellement cotés sur Euronext Paris, mais leurs conditions de liquidité y sont très limitées. Le prix d'Offre proposé aux actionnaires de Salvepar extériorise des primes comprises entre +12,8% à +18,8% par rapport aux différentes moyennes de cours et une prime de +4,5% par rapport à l'ANR de Salvepar retraité de la valeur intrinsèque des ADP réévalué par Associés en Finance au 6 janvier 2017.

Les termes et conditions de l'Offre initiée par Tikehau Capital sur les actions et ORNANE émises par Salvepar sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires et des porteurs d'ORNANE.

Annexe 1 : Présentation de l'expert et de la mission

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés suit de nombreux groupes dans le secteur des biens d'équipements, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 40 : Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole	CIB
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rocheffort & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général :

Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et des fonds d'investissement comme 3i, Condorcet, Eurazeo.

■ Pierre Charmion – Manager, Equipe d'Exécution :

Pierre Charmion est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine. Il a commencé sa carrière chez BNP Investment Partners au sein du département Gestion, puis chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles & Taux. Il a animé des cours à l'Université Paris Nanterre dans le Mastère de Méthodes Scientifiques de Gestion et à l'Université Paris Dauphine dans le Master Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés en 2011, Pierre a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Il est intervenu sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution :

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2011 et a mené de nombreuses missions de conseil et d'expertise, notamment pour le compte de sociétés industrielles. Il est en charge du suivi des sociétés du secteur des *Holding* et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Arthur Imbert – Analyste, Equipe d'Exécution :

Arthur Imbert a rejoint l'équipe de Détroyat Associés en 2015, dédié aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Lazard en analyse M&A. Il a démarré sa carrière au sein du département de physique de l'Université d'Oxford puis chez KPMG et Barclay's. Il est Ingénieur diplômé de Supélec.

■ Marjory Coustaroux – Analyste, Equipe d'Exécution :

Marjory Coustaroux a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2016, dédié aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Blackfin Capital Partners en private equity. Elle a démarré sa carrière au sein de Crédit Agricole CIB. Elle est Ingénieur diplômée de l'INSA et du Master Techniques Financières de l'ESSEC.

■ Catherine Meyer – Associée et Responsable du Contrôle Qualité :

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Salvepar du 28 octobre 2016, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 28 octobre 2016 au 9 janvier 2017. Le présent rapport a été établi sur la base des cours au 6 janvier 2017.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Geoffroy Renard, Secrétaire Général, Salvepar ;
- Anne Le Stanguennec, Responsable de l'Audit interne, Tikehau Capital ;
- Mathieu Chabran, Directeur Général, Tikehau Investment Management ;
- Olivier Fabas, Vice-President, BNP Paribas ;
- Nicolas Elissade, Head of Business Valuation Team, BNP Paribas ;
- Salima Louzani, Analyst, BNP Paribas ;
- Guillaume Petit, Vice-President, Crédit Agricole CIB ;
- Guillaume Pérétié, Associate, Crédit Agricole CIB ;
- Nicolas Wierzbicka, Analyste, Crédit Agricole CIB ;
- Alexandre Omaggio, Associé, FTPA ;
- Emmanuel Russel, Administrateur Indépendant ;
- Fanny Picard, Administrateur Indépendant ;
- Olivier Decelle, Administrateur Indépendant.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles. Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

■ Analyse de documents et informations

- analyse de l'organigramme du Groupe Tikehau ;
- analyse des rapports annuels de Salvepar, TCP et TIM ;
- analyse des publications des résultats et d'ANR trimestriels et semestriels de Salvepar ;
- analyse de l'évolution des actifs sous gestion de TC et de TIM depuis 2011 ;
- analyse financière, comptes et stratégie de Salvepar ;
- analyse de l'environnement technologique et concurrentiel ;
- examen des contrats de prestation entre TCA et Salvepar, TCA et TCE, TCE et TIL, TCA et TCP, TIM et TCE et TCA et TIM ;
- analyse du plan d'affaires 2016-2021 établi par Salvepar ;
- analyse du plan d'affaires fiscal 2016-2021 établi par TCP ;
- analyse du plan d'affaires 2016-2021 établit pour TIM ;
- analyse des prévisions de *carried interests* établies par le management de TIM ;
- analyse du rapport de valorisation établi par Eight Advisory sur TIM en date du 20 octobre 2016 ;
- examen du rapport de l'expert indépendant sur les conditions d'émission des actions de préférence Salvepar ;
- examen du rapport du commissaire aux apports relatif à l'émission des actions de préférence ;
- analyse des notes d'analystes sur Salvepar ;
- examen des transactions sur Salvepar sur les deux dernières années ;

- examen des transactions dans le secteur de la gestion d'actifs depuis 2013 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur de portefeuille à la valeur d'ANR pour Salvepar et TC ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour TIM ;
- analyse des *reportings* et valorisations du portefeuille de Salvepar et de TCP sur une base trimestrielle depuis 2015 ;
- analyse des rapports des commissaires aux comptes relatifs à la détermination de l'ANR de TCP depuis 2013 ;
- examen de la note d'opération relative à l'émission des ORNANE Salvepar en mai 2015 ;
- examen du *reporting* de valorisation des ORNANE Salvepar au 30 juin 2016 ;
- analyse des opérations sur le capital de TCP depuis 2005 ;
- examen du rapport du commissaire aux apports (Finexsi) sur les différentes opérations d'apports à la société Tikehau Capital ;
- examen du « Document de base » de Tikehau Capital ;
- analyse des documents relatifs à l'augmentation de capital de TC du 6 janvier 2017 et des engagements de souscription à la même date ;
- examen des différents engagements d'apports à l'Offre ;
- examen des travaux de BNP Paribas et Crédit Agricole, banques présentatrices de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par les banques présentatrices ;
- analyse du projet de note d'information ;
- analyse du projet de note en réponse ;
- analyse des termes et conditions des nouvelles ORNANE émises par TC ;
- analyse des termes et conditions des BSA émis par TC ;
- analyse de la note d'information concernant l'OPAS sur Salvepar en 2012 ;
- analyse de l'*Investment Agreement* entre TCE et le partenaire-investisseur au 30 septembre 2016 ;
- analyse du contrat d'apports entre TCA, Crédit Mutuel, Amundi, Financière Reinert et SPRL Troismet ;
- examen du *Share Purchase Agreement* relatif à l'opération de cession d'ECF ;
- examen des procès-verbaux d'assemblées générales depuis 2013 ;
- examen des documents relatifs à l'augmentation de capital de TIM au mois d'octobre 2016 ;
- examen des documents relatifs à l'augmentation de capital de TCP au mois de juillet 2016 ;
- examen des rapports des commissaires aux comptes sur les différentes opérations ayant eu lieu sur le capital de Salvepar ;
- examen des procès-verbaux de Conseil d'Administration de Salvepar depuis 2013 ;
- examen des procès-verbaux d'Assemblée Générale de TCP depuis 2013 ;
- examen des éléments comptables de TCP depuis 2013 ;
- examen du rapport du commissaire aux avantages particuliers sur l'émission de BSA par TC ;
- examen du rapport d'expertise d'Accuracy sur la valorisation de la marque Tikehau ;
- examen des statuts des différentes entités du groupe Tikehau.

- **Utilisation des bases de données**
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® de d'Associés en Finance.
- **Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus**
- **Mise en œuvre du Contrôle Qualité**
- **Rédaction du rapport d'expertise**
- **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent à 150 000 € hors TVA.

Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 30 millions € pour le plus faible à plus de 600 milliards € pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante – ou illiquidité croissante – afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (80 % actuellement).

Plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance, Jacquillat et Détröyat Associés a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en

œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.