Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ

EN REPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ EUROPCAR MOBILITY GROUP INITIEE PAR LA SOCIÉTÉ

GREEN MOBILITY HOLDING S.A.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 20 septembre 2021, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

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

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet d'Europcar Mobility Group (www.europcar-mobility-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Europcar Mobility Group, 13 ter, boulevard Berthier, 75017 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Europcar Mobility Group seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Table des matières

1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE 6

1.1 Contexte et motifs de l'Offre 6

1.1.1 Contexte 6

1.1.2 Motifs de l'Offre 8

1.2 Termes de l'Offre 8

1.2.1 Principaux termes de l'Offre 8

1.2.2 Modalités de dépôt de l'Offre 9

1.2.3 Ajustements du Prix de l'Offre 10

1.2.3.1 Complément de Prix en cas de retrait obligatoire 10

1.2.3.2 Ajustement du Prix de l'Offre en cas d'Offre Publique Subséquente 10

1.2.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 11

1.2.5 Situation des bénéficiaires d'Actions gratuites et mécanisme de liquidité 11

1.2.5.1 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites 11

1.2.5.2 Mécanisme de liquidité 14

1.2.6 Seuil de caducité 15

1.2.7 Seuil de renonciation 15

1.2.8 Autorisations au titre du contrôle des concentrations 16

1.3 Procédure de l'Offre 18

1.3.1 Procédure d'apport à l'Offre 18

1.3.2 Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre 18

1.3.3 Réouverture de l'Offre 18

1.3.4 Intervention de l'Initiateur sur le marché des Actions de la Société pendant la période d'Offre 18

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 19

1.4 Calendrier indicatif de l'Offre 20

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 22

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 32

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES 33

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 33

5.1 *Transaction Framework Agreement* (TFA) 33

5.2 Pacte d'Actionnaires 34

5.3 Engagements d'apport 36

5.4 Accord de soutien à l'Offre (TOA) 37

5.5 Mécanisme de liquidité 39

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 39

6.1 Structure et répartition du capital 39

6.2 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 40

6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions 40

6.2.2 Clause des 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 la Société 40

6.3 Participations directes et 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 40

6.4 Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 42

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 42

6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote 43

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société 43

6.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration 43

6.7.2 Modification des statuts de la Société 44

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 44

6.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 54

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique 55

7. INFORMATION ET CONSULTATION DES INSTANCES REPRÉSENTATIVES DU PERSONNEL 55

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF 56

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 57

10. PERSONNES RESPONSABLES DU PROJET DE NOTE EN REPONSE 57

PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 du règlement général de l'AMF, Green Mobility Holding S.A., une société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 30.000 euros, dont le siège social est situé 19-21, route d'Arlon, 8009 Strassen, Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B257696 (ci-après l' « **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires d'Europcar Mobility Group S.A., société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 13 ter boulevard Berthier à Paris (75017), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 489 099 903 (« **Europcar Mobility Group »** ou la « **Société** » et ensemble avec ses filiales directes et indirectes, le « **Groupe** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») qu'ils détiennent au prix de 0,50 centimes d'euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), sous réserve des ajustements décrits en section 1.2.3 ci-après, dans le cadre d'une offre publique d'achat (l' « **Offre** ») dont les termes et conditions sont décrits dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »).

Selon le Projet de Note d'Information, l'Initiateur est intégralement détenu par Volkswagen Finance Luxemburg S.A., une société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis 19-21, route d'Arlon, 8009 Strassen, Luxembourg, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B166745 (« **VFL** »), une filiale détenue à 100 % par Volkswagen Aktiengesellschaft, une société de droit allemand (*Aktiengesellschaft*), dont le siège social est situé Berliner Ring 2, 38440 Wolfsburg, Allemagne, immatriculée au registre du commerce du tribunal de Braunschweig sous le numéro HRB 100484 (« **Volkswagen** »). L'Initiateur a vocation à devenir, à l'issue de l'Offre, conjointement détenu par :

- VFL, à hauteur de 66 % du capital et des droits de vote de l'Initiateur ;
- Trinity Investments Designated Activity Company, société à responabilité limitée de droit irlandais (*limited liability company*) dont le siège social est situé Fourth Floor, 3 George's Dock, IFSC, Dublin 1, Ireland et immatriculée au registre des sociétés d'Irlande sous le numéro 535698 (« **Trinity Investments** »), une entité du groupe Attestor Limited (« **Attestor** »), à hauteur de 27 % du capital social et des droits de vote de l'Initiateur ; et
- Pon Holdings B.V., société de droit néerlandais (*Besloten Vennootschap*), dont le siège social est situé Stadionplein 28, 1076CM Amsterdam, Pays-Bas et immatriculée au registre commercial néerlandais sous le numéro 08017970 (« **Pon** »), à hauteur de 7 % du capital social et des droits de vote de l'Initiateur)

  (Volkswagen, Attestor et Pon, ensemble le « **Consortium** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code FR0012789949 (ticker : EUCAR).

L'Initiateur indique dans le Projet de Note d'Information qu'à la date du Projet de Note d'Information, Trinity Investments, entité du groupe Attestor qui est membre du Consortium détient 641.514.896 Actions représentant 12,79 % du capital social et des droits de vote de la Société (la « **Participation d'Attestor** ») et s'est engagé à apporter ces Actions à l'Offre comme indiqué en section 5.3 ci-après. Ni l'Initiateur ni les autres membres du Consortium ne détiennent d'action ou de droit de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur :

- qui sont émises à la date du présent Projet de Note d'Information, à l'exclusion toutefois des actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre, conformément à la décision du conseil d'administration de la Société en date du 17 septembre 2021 dans le cadre de son avis motivé relatif à l'Offre) soit un nombre total maximum de 5.007.041.153[1] Actions ;

- qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (le cas échéant et telle que définie à la section 1.3.3 ci-après), à raison de l'acquisition définitive et de la remise des Actions au titre du Plan d'AGA 2018 et du Plan d'AGA 2019 (tels que ces termes sont définis à la section 1.2.5 ci-après), soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 883.601 actions nouvelles ;

soit un nombre total maximum de 5.007.924.754 Actions.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société en dehors du Plan d'AGA 2018 et du Plan d'AGA 2019 mis en place par la Société au bénéfice de certains dirigeants et salariés décrites en section 1.2.5 ci-après.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les Actions non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Bank of America Europe DAC – Succursale en France ("**Bank of America**") (ensemble les « **Etablissements Présentateurs** ») ont déposé le 20 septembre 2021, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF. Seule BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit en section 1.2.6 ci-après et en section 2.10.1 du Projet de Note d'Information. L'Offre inclut également un seuil de renonciation supérieur au seuil de caducité, conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, tel que décrit en section 1.2.7 ci-après et à la section 2.10.2 du Projet de Note d'Information.

Par ailleurs, selon le Projet de Note d'Information, l'Offre est soumise à titre de conditions suspensives à certains Autorisations Concurrence, telles que définies et décrites en section 1.2.8 ci-après (et à la section 2.10.3 du Projet de Note d'Information).

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté en section 1.4 ci-après et à la section 2.11 du Projet de Note d'Information.

---

[1] Sur la base des nombres totaux d'actions et de droits de vote théoriques de la Société déterminés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 15 septembre 2021, soit 5.015.640.081 Actions correspondant à 5.016.676.628 droits de vote théoriques. Sur cette même base, les Actions auto-détenues sont au nombre de 8.598.928, représentant 0,17 % du capital social et des droits de vote théoriques.

1. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 Contexte

A la suite d'une première lettre d'offre indicative soumise à la Société le 7 juin 2021 exprimant leur intérêt concernant une éventuelle transaction sur le capital social de la Société, les membres du Consortium ont le 15 juillet 2021, réitéré leur intérêt concernant une éventuelle transaction sur le capital social de la Société, et la Société a conclu un accord de confidentialité de type « clean team » avec Volkswagen et Pon afin de mettre en œuvre certaines garanties concernant les échanges d'informations sensibles sur le plan concurrentiel. A compter de cette date, les membres du Consortium ont eu accès à certaines informations relatives à la Société par le biais d'une data room à accès sécurisé afin de conduire un audit confirmatoire sur la Société et ses filiales. Les informations ainsi communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data-room figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (DOC-2016-08).

Le 17 juin 2021, le conseil d'administration de la Société (à l'exclusion du membre du conseil nommé sur proposition d'Attestor, qui s'est retiré des travaux du conseil[2]), sur recommandation d'un comité ad hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants constitué le 8 juin 2021 conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (le « **Comité Ad Hoc** »), a nommé le cabinet Ledouble représentée par Madame Agnès Piniot et Madame Stéphanie Guillaumin (l'« **Expert Indépendant** ») conformément à l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF avec pour mission de produire un rapport concernant les conditions financières de l'Offre, y compris, si l'Expert Indépendant le conclut, une opinion selon laquelle le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, comme décrit plus en détail à la section 2 ci-après.

En date du 28 juillet 2021, à la suite de discussions entre les parties, les membres du Consortium, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord en langue anglaise intitulé « *Tender offer support agreement* » (le « **TOA** ») fixant les termes du rapprochement envisagé entre la Société et l'initiateur et, en particulier, la mise en œuvre de l'Offre, tel que décrit plus en détail à la section 5.4 ci-après.

La conclusion du TOA a été précédée, à la connaissance de la Société :

- de l'approbation, le 27 juillet 2021, de l'Offre et de la conclusion du TOA par le *Managing Director* et l'unique membre du conseil de surveillance de l'Initiateur (étant précisé que les organes sociaux compétents de chaque membre du Consortium ont également approuvé préalablement l'Offre et le projet de TOA) ;
- d'une réunion du conseil d'administration de la Société le 28 juillet 2021 lors de laquelle ce dernier a notamment, sur recommandation du Comité Ad Hoc, (i) accueilli

[2] M. Simon Franks, en raison de ses liens avec Attestor (membre du Consortium), a déclaré qu'il se trouvait en situation de conflit d'intérêts vis-à-vis de l'opération envisagée et, par conséquent, s'est retiré pleinement des travaux du conseil d'administration de la Société relatifs à l'étude de l'offre du Consortium à compter du 8 juin 2021 et a demandé à ne plus recevoir aucune information relative à cette offre.

favorablement l'Offre et (ii) autorisé la conclusion par la Société du TOA, comme décrit plus en détail à la section 2 ci-après ; et

- de la conclusion d'accords entre d'une part l'Initiateur, Volkswagen, Attestor et Pon et d'autre part, certains des actionnaires de la Société, à savoir les personnes suivantes (agissant, selon le cas, en leur nom propre et/ou via des fonds sous gestion et/ou au nom et pour le compte de fonds sous gestion) : Attestor, Anchorage, Marathon, Carval, Centerbridge, Diameter et Monarch[3] (les « **Fonds Engagés** ») aux termes desquels chacun s'est engagé à apporter à l'Offre toutes les Actions qu'il détient au 28 juillet 2021 (selon la répartition présentée en section 5.3 ci-après) ainsi que toute Action que chaque Fonds Engagé viendrait à détenir (les « **Engagements d'Apport** »), tels que décrits plus en détail à la section 5.3 ci-après.

La conclusion du TOA a fait l'objet (i) d'un communiqué de presse en date du 28 juillet 2021 émis conjointement par les membres du Consortium et disponible sur le site internet de Volkswagen[4], (ii) d'un communiqué de presse en date du 28 juillet 2021 émis par la Société et disponible sur le site internet de cette dernière[5] et (iii) d'une publication relative aux conventions réglementées en application des articles L. 22-10-13 et R. 22-10-17 du code de commerce le 30 juillet 2021 disponible sur le site internet de la Société[6].

À la connaissance de la Société, en date du 28 juillet 2021, VFL, Pon, Trinity Investments, Attestor Value Master Fund LP[7] et l'Initiateur ont conclu un accord en langue anglaise intitulé « *Transaction framework agreement* » (le « **TFA** ») prévoyant notamment les conditions dans lesquelles les membres du Consortium deviendraient, consécutivement à l'obtention, le cas échéant, de toute autorisation relative au contrôle des concentrations qui serait requise dans le cadre de l'Offre, actionnaires de l'Initiateur. Aux termes du TFA, il est prévu que les membres du Consortium concluent, une fois qu'ils seront devenus co-actionnaires de l'Initiateur et dans les conditions prévues par le TFA, un pacte d'actionnaire ayant pour objet de régir leurs relations en qualité d'actionnaires de l'Initiateur (le « **Pacte d'Actionnaires** »). Le TFA a été modifié par avenant le 17 septembre 2021. Les termes du TFA et du Pacte d'Actionnaires (tels que modifiés) sont décrits, respectivement, aux sections 1.6.1 et 1.6.2 du Projet de Note d'Information telles que reproduites aux sections 5.1 et 5.2 ci-après.

Le comité social et économique d'Europcar International, filiale à 100 % de la Société, qui a été informé et consulté sur l'Offre envisagée dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail sous la responsabilité de la Société, a émis un avis sur l'Offre le 3 septembre 2021 reconnaissant notamment « l'intérêt positif » que pourrait présenter l'opération. L'avis du comité social et économique d'Europcar International est décrit à la section 7 ci-après.

---

3 À la connaissance de la Société, le 6 août 2021, Monarch Master Funding 2 (Luxembourg) S.à.r.l. a transféré l'ensemble de ses 177.323.400 Actions de la Société au fonds Syquant Capital qui s'est engagé à apporter ses actions de la Société à l'Offre selon les mêmes termes que les autres Fonds Engagés par la conclusion d'un engagement d'apport.

4 www.volkswagen-newsroom.com/en

5 https://europcar-mobility-group.com/fr/communiques-de-presse

6 https://europcar-mobility-group.com/fr/communiques-de-presse

7 Une entité du groupe Attestor.

Le 17 septembre 2021, les parties aux TOA ont conclu un avenant au TOA afin de clarifier et d'ajuster certaines dispositions concernant, notamment, les intentions de l'Initiateur, le Contrat de Liquidité (tel que défini à la section 1.2.5.2 ci-dessous) et les bonus et le plan d'intéressement de l'équipe de direction. La conclusion par la Société de cet avenant avait été autorisée au préalable par le conseil d'administration de la Société le 16 septembre 2021, comme décrit plus en détail à la section 2 ci-dessous. A cet égard, la publication relative aux conventions réglementées en application des articles L. 22-10-13 et R. 22-10-17 du code de commerce concernant le TOA a été mise à jour le 20 septembre 2021 et est disponible sur le site internet de la Société[8].

Le 17 septembre 2021, après examen du rapport de l'Expert Indépendant et sur recommandation du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration de la Société, dans le cadre de son avis motivé sur l'Offre, a considéré à l'unanimité (à l'exclusion de M. Simon Franks, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, qui s'est retiré des travaux du conseil, et Mme Caroline Parot, qui n'a participé ni à la délibération ni au vote) que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, de ses salariés et des autres parties prenantes et a recommandé que les actionnaires de la Société apportent leurs Actions à l'Offre, tel que décrit plus en détail à la section 2 ci-après.

Dans ce contexte, le 20 septembre 2021, les Etablissements Présentateurs ont déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre portant sur les actions de la Société émises ou à émettre, conformément aux articles 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF.

1.1.2 Motifs de l'Offre

Dans son Projet de Note d'Information, l'Initiateur indique que Volkswagen, en tant que partenaire commercial de longue date et ancien actionnaire de la Société, avec le soutien du gestionnaire d'actifs Attestor, basé à Londres, et du fournisseur néerlandais de services de mobilité Pon, entend poursuivre la transformation de la Société, pour élargir son offre dans les domaines des solutions de mobilité en s'appuyant sur ses plateformes physiques et digitales. Ceci permettra à Europcar Mobility Group de répondre aux attentes des clients dans un marché en pleine mutation, avec une appétence croissante pour des solutions de mobilité nouvelles et innovantes « à la demande », telles que les modèles d'abonnement et de partage.

L'Initiateur indique également qu'afin de transformer avec succès l'activité d'Europcar Mobility Group dans cette direction au cours des prochaines années, le Consortium tirera pleinement parti de son approche collaborative et des forces de chaque partenaire du Consortium.

1.2 Termes de l'Offre

1.2.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 20 septembre 2021. Le même

[8] https://europcar-mobility-group.com/fr/communiques-de-presse

jour, un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet[9]. BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 0,50 euros par Action, sous réserve des ajustements décrits en section 1.2.3 ci-après, payable en numéraire, toutes les Actions qui seront présentées à l'Offre pendant une période d'au moins vingt-cinq (25) jours de négociation.

1.2.2 Modalités de dépôt de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 20 septembre 2021. La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 20 septembre 2021. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet[10].

Le présent Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF[11] et de la Société[12].

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et règlementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet[13]. Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF[14] et de la Société[15].

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

---

9 www.amf-france.org

10 www.amf-france.org

11 www.amf-france.org

12 www.europcar-mobility-group.com

13 www.amf-france.org

14 www.amf-france.org

15 www.europcar-mobility-group.com

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.2.3 Ajustements du Prix de l'Offre

1.2.3.1 Complément de Prix en cas de retrait obligatoire

Conformément au Projet de Note d'Information, dans l'hypothèse où l'Initiateur détiendrait plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, lui permettant de demander à l'AMF de mettre en œuvre un retrait obligatoire en application de l'article L.433-4 II du code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre un complément de prix d'un montant égal à 0,01 euro par Action (le « **Complément de Prix** »). Ce versement devra intervenir dans un délai de cinq (5) jours de bourse à compter (i) de la publication des résultats de l'Offre si celle-ci ne fait pas l'objet d'une réouverture en application de l'article 232-4, alinéa 4 du règlement général de l'AMF ou (ii) de la publication des résultats de l'Offre Réouverte si l'Offre fait l'objet d'une réouverture en application de l'article 232-4, alinéa 1 du règlement général de l'AMF.

1.2.3.2 Ajustement du Prix de l'Offre en cas d'Offre Publique Subséquente

(a) Conformément au Projet de Note d'Information, si, dans les douze mois suivant la date de règlement-livraison de l'Offre (qui sera la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte si l'Offre fait l'objet d'une réouverture en application de l'article 232-4, alinéa 1er du règlement général de l'AMF), l'Initiateur ou l'un de ses Affiliés dépose auprès de l'AMF une ou plusieurs offres publiques (y compris une offre publique simplifiée ou une offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire) (chacune une « **Offre Publique Subséquente** »), à un prix par action supérieur au Prix de l'Offre, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs actions Europcar Mobility Group à l'Offre un complément de prix d'un montant égal à la différence positive entre (A) le prix par action de l'Offre Publique Subséquente et le Prix de l'Offre, multipliée par (B) le nombre d'actions apportées par l'actionnaire concerné à l'Offre à la date de règlement-livraison de l'Offre (l' « **Ajustement de Prix** »). L'Ajustement de Prix sera versé par l'Initiateur aux actionnaires concernés dans les quinze (15) jours suivant le règlement-livraison de cette Offre Publique Subséquente.

(b) Si plus d'une Offre Publique Subséquente est mise en œuvre par l'Initiateur ou l'un de ses Affiliés, avec un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre, ou si le prix par Action est augmenté dans le cadre de cette Offre Publique Subséquente, l'Ajustement de Prix que l'Initiateur devra verser conformément à ce qui précède sera établi en fonction du prix par Action le plus élevé offert dans le cadre des Offres Publiques Subséquentes.

(c) Si l'Offre Publique Subséquente est une offre publique d'échange, la valeur offerte aux actionnaires de la Société à laquelle le Prix de l'Offre sera comparé, sera déterminée par référence au cours de l'action des titres offerts en échange des actions de la Société à la fin du dernier jour de bourse précédant le dépôt de cette Offre Publique Subséquente auprès de l'AMF.

1.2.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Initiateur et les membres du Consortium détiennent 641.514.896 Actions représentant 12,79 % du capital et 12,79 % des droits de vote théoriques de la Société[16].

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur[17] :

(a) qui sont d'ores et déjà émises à la date du Projet de Note en Réponse, à l'exclusion toutefois des actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre, conformément à la décision du conseil d'administration de la Société en date du 17 septembre 2021 dans le cadre de son avis motivé relatif à l'Offre) soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum de 5.007.041.153[18] Actions ;

(b) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (le cas échéant et tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 ci-après), à raison de l'acquisition définitive et de la remise des Actions au titre du Plan d'AGA 2018 et du Plan d'AGA 2019 (tel que ces termes sont définis à la section 1.2.5 ci-dessous), soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 883.601 actions nouvelles ;

soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de 5.007.924.754 Actions.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société en dehors du Plan d'AGA 2018 et du Plan d'AGA 2019 mis en place par la Société au bénéfice de certains dirigeants et salariés décrites en section 1.2.5 ci-après.

1.2.5 Situation des bénéficiaires d'Actions gratuites et mécanisme de liquidité

1.2.5.1 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Actions gratuites en cours mis en place par la Société à la date du Projet de Note en Réponse :

	Plan d'AGA 2018	**Plan d'AGA 2019 - Tranche 1**	**Plan d'AGA 2019 - Tranche 2**
Bénéficiaires	Des salariés et mandataires de la Société ou de ses filiales	Des salariés et mandataires de la Société ou de ses filiales	Des salariés et mandataires de la Société ou de ses filiales

16 Sur la base des nombres totaux d'actions et de droits de vote théoriques de la Société déterminés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 15 septembre 2021.

17 À la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient aucune Action de la Société.

18 Sur la base des nombres totaux d'actions et de droits de vote théoriques de la Société déterminés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 15 septembre 2021, soit 5.015.640.081 Actions correspondant à 5.016.676.628 droits de vote théoriques. Sur cette même base, les Actions auto-détenues sont au nombre de 8.598.928, représentant 0,17 % du capital social et des droits de vote théoriques.

	Plan d'AGA 2018	Plan d'AGA 2019 - Tranche 1	Plan d'AGA 2019 - Tranche 2
Date d'autorisation par l'assemblée générale de la Société de l'attribution	10/05/2016	26/04/2019	26/04/2019
Date d'attribution par le Directoire	25/10/2018	22/05/2019	04/11/2019
Nombre cumulé d'actions attribuées au titre du plan	1.982.971	573.000	395.000
Nombre cumulé d'actions en cours d'acquisition ou de livraison au 10 septembre 2021	46.601[19]	491.000	346.000
Conditions d'attribution des actions	Condition de présence et à la réalisation de conditions de performance au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2020 liées au groupe EBITDA, au chiffre d'affaires et à un TSR (*Total Shareholder Return*) relatif	Condition de présence et à la réalisation de conditions de performance au titre des exercices clos au 31 décembre 2019, au 31 décembre 2020 et au 31 décembre 2021, liées au chiffre d'affaires groupe cumulé, au taux moyen de marge d'EBITDA de la Société et à un TSR (*Total Shareholder Return*) relatif[20]	Condition de présence et à la réalisation de conditions de performance au titre des exercices clos au 31 décembre 2019, au 31 décembre 2020 et au 31 décembre 2021, liées au chiffre d'affaires groupe cumulé, au taux moyen de marge d'EBITDA de la Société et à un TSR (*Total Shareholder Return*) relatif[20]
Période d'acquisition	3 ans	3 ans	3 ans

[19] 46.601 Actions définitivement acquises au titre du Plan d'AGA 2018 doivent être remises à leurs bénéficiaires le 25 octobre 2021.

[20] Le Plan d'AGA 2019 prévoit qu'en cas de « Changement de contrôle » survenant avant la constatation de la réalisation d'une ou plusieurs conditions de performance, ces conditions seront réputées pleinement satisfaites et donneront droit aux bénéficiaires à la livraison de toutes les Actions gratuites soumises auxdites conditions de performance à la fin de la période de référence. Le terme « changement de contrôle » désigne notamment une offre publique d'achat réussie sur les Actions. Compte tenu du taux d'attribution global applicable dans le cadre du Plan d'AGA 2019 (qui prévoit que les conditions de performance dont la réalisation doit être constatée par le conseil d'administration de la Société en 2022 sur la base des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2021, font l'objet d'une pondération de 60%), 60% des Actions attribuées dans le cadre du Plan d'AGA 2019 pourraient être acquises automatiquement à la suite de l'Offre.

	Plan d'AGA 2018	Plan d'AGA 2019 - Tranche 1	Plan d'AGA 2019 - Tranche 2
Date d'expiration de la période d'acquisition	25/10/ 2021	22/05/2022	04/11/2022
Conditions d'acquisition anticipée (hors invalidité, décès, départ à la retraite)	Aucune	Aucune	Aucune
Mode d'attribution	Actions nouvelles ou existantes	Actions nouvelles ou existantes	Actions nouvelles ou existantes
Période de conservation	Aucune	Aucune	Aucune

À la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 883.601 actions gratuites ont été attribuées mais ne sont pas encore acquises (les « **AGA en Période d'Acquisition** ») :

(i) 46.601 Actions attribuées à des salariés et mandataires sociaux aux termes d'une délibération du directoire du 25 octobre 2018 (le « **Plan d'AGA 2018** ») ;

(ii) (a) 491.000 Actions à des salariés et mandataires sociaux aux termes d'une délibération du directoire du 22 mai 2019 (le « **Plan d'AGA 2019 - Tranche 1** »), et (b) 346.000 Actions à des salariés et mandataires sociaux aux termes d'une délibération du directoire du 4 novembre 2019, (le « **Plan d'AGA 2019 - Tranche 2** » et ensemble avec les AGA 2019 - Tranche 1, le « **Plan d'AGA 2019** »).

Les 46.601 Actions en cours d'acquisition au titre du Plan d'AGA 2018 seront livrées le 25 octobre 2021 (c'est-à-dire avant la date de clôture estimée de l'Offre). Par conséquent, ces Actions gratuites pourront être apportées à l'Offre ou à l'Offre réouverte (le cas échéant).

Toutefois, sous réserve des hypothèses d'acquisition anticipée visées à l'article L. 225-197-1 du code de commerce, les 837.000 Actions en cours d'acquisition au titre du Plan d'AGA 2019 ne devraient pas être acquises avant la date estimée de la date de clôture de l'Offre, ou de l'Offre Réouverte (le cas échéant). Par conséquent, ces Actions ne pourront pas être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte (le cas échéant).

En Outre, certaines Actions actuellement détenues par des bénéficiaires dans le cadre de certains plans d'actions gratuites sont soumises à un engagement de conservation à la date du présent Projet de Note en Réponse et le resteront jusqu'à la date de clôture estimée de l'Offre (les « **AGA Sous Engagement de Conservation** »), en ce compris certaines Actions dont la période d'acquisition est en cours ou a pris fin à la date du présente Projet de Note en Réponse. Les AGA Sous Engagement de Conservation correspondent à :

- un nombre maximum de 40.949 Actions (compte tenu du nombre maximum d'Actions qui seront remises le 25 octobre 2021 au titre du Plan d'AGA 2018) en période de conservation conformément à l'article L. 225-197-1, II du code de commerce, en vertu duquel le conseil de surveillance de la Société a demandé aux mandataires sociaux de conserver certaines de leurs Actions gratuites jusqu'à la cessation de leurs fonctions (la « **Période de Conservation Supplémentaire** ») ;

- un nombre maximum de 91.743 Actions soumises à un engagement de conservation en vertu de l'article 150-0 D (1ter)(A)(a) du Code général des impôts (« **CGI** ») pour les actions éligibles aux dispositions de l'article 200 A(3) du CGI dans sa rédaction issue de l'article 135 de la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 ;

- un nombre maximum de 9.282 Actions soumises à un engagement de conservation en vertu de la réglementation fiscale australienne, en ce qui concerne les Actions attribuées au titre du Plan d'AGA 2018 à des résidents australiens.

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse et sous réserve des cas d'acquisition anticipée et de transférabilité prévus par la règlementation applicable, les AGA en Période d'Acquisition et les AGA Sous Engagement de Conservation (étant précisé que certaines de ces actions peuvent parfois se confondre) ne peuvent être apportées à l'Offre dans la mesure où les périodes d'acquisition, Période de Conservation Supplémentaire et période de conservation visée par la règlementation fiscales, selon le cas, n'ont pas expiré ou n'ont pas fait l'objet d'une renonciation avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte (le cas échéant) (ensemble, les « **AGA Non Cessibles** »).

1.2.5.2 Mécanisme de liquidité

En vertu du TOA (tel que modifié), l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des AGA Non Cessibles de conclure des promesses d'achat et de vente afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les AGA Non Cessibles (chacune, un « **Contrat de Liquidité** »).

En vertu du Contrat de Liquidité, sous réserve de la mise en œuvre par l'Initiateur d'un retrait obligatoire ou de la survenance d'un évènement d'illiquidité[21] concernant les actions d'Europcar Mobility Group, chaque bénéficiaire d'AGA Non Cessibles s'engagera à céder à l'Initiateur à sa demande ses AGA Non Cessibles dans les soixante (60) jours calendaires suivant l'expiration de la période d'acquisition et, le cas échéant, de la période de conservation. En l'absence d'une telle demande de la part de l'Initiateur, ce dernier s'engagera à acquérir auprès de chaque bénéficiaire, à la demande de chacun de ces bénéficiaires, ces AGA Non Cessibles dans les soixante (60) jours calendaires suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option d'achat.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente sera calculé en fonction du *corporate* EBITDA le plus récent disponible sur les 12 derniers mois, étant précisé que ce prix par action ne pourra être ni supérieur, ni inférieur de plus de 5 % au Prix de l'Offre.

---

[21] Un événement d'illiquidité correspond au fait que le volume moyen des Actions échangées chaque jour au cours des vingt (20) derniers jours de bourse est inférieur à 0,5 % du capital social de la Société, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

Dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les AGA Non Cessibles qui feront l'objet d'un Contrat de Liquidité ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire. Pour le calcul du seuil de retrait obligatoire, les AGA Non Cessibles faisant l'objet du Contrat de Liquidité seront réputées détenues par l'Initiateur en vertu des règles d'assimilation à la détention d'actions prévues à l'article L. 233-9, 4° bis du code de commerce.

1.2.6 Seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à sa date de clôture, l'Initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % (ce seuil étant ci-après désigné le « **Seuil de Caducité** »).

La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif ou, le cas échéant, provisoire de l'Offre.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs dans les trois (3) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

1.2.7 Seuil de renonciation

Conformément aux dispositions de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'à la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre dans l'hypothèse où le seuil de 67 % du capital social et des droits de vote n'est pas atteint (le « **Seuil de Renonciation** »).

Pour les besoins du calcul du Seuil de Renonciation, il sera tenu compte :

(i) au numérateur, de toutes les actions de la Société que l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement, au jour de la clôture de l'Offre en considérant les actions apportées à l'Offre comme déjà détenues par l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre nonobstant l'absence de réalisation, à cette date, des opérations de règlement-livraison afférentes à l'Offre ;

(ii) au dénominateur, de la totalité des actions composant le capital social de la Société au jour de la clôture de l'Offre.

L'atteinte du Seuil de Renonciation ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre. Conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, si le Seuil de Renonciation n'est pas atteint, l'Initiateur se réserve le droit, jusqu'à la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre. En cas d'exercice de cette faculté, les actions de la Société apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits propriétaires.

L'Initiateur se réserve par ailleurs la faculté de supprimer ou d'abaisser le Seuil de Renonciation en déposant une surenchère au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 232-6 et 232-7 du règlement général de l'AMF.

1.2.8 Autorisations au titre du contrôle des concentrations

Conformément aux dispositions de l'article 231-11 du règlement général de l'AMF, à la date du Projet de Note d'Information, l'Offre est soumise aux conditions suspensives suivantes :

(i) l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par la Commission européenne en application de l'article 6.1.b) du Règlement CE n°139/2004 du 20 janvier 2004 ou les autorités nationales compétentes dans l'Union européenne ;

(ii) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence (*Federal Trade Commission*) aux États-Unis d'Amérique ;

(iii) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence en Arabie saoudite ;

(iv) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence au Maroc ;

(v) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence en Tunisie ;

(vi) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence en Uruguay ;

(vii) l'autorisation de l'opération au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence au Brésil,

(les « **Autorisations Concurrence** »)

étant précisé que l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer à l'une quelconque de ces conditions.

L'AMF fixera la date de clôture de l'Offre dès réception de la plus tardive des Autorisations Concurrence, ou le cas échéant, de la confirmation de l'absence d'opposition auxdites autorisations ou, le cas échéant, de l'exercice par l'Initiateur de la faculté de renoncer à l'une quelconque des présentes conditions suspensives.

Conformément aux dispositions de l'article 231-11 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera automatiquement caduque dès lors que l'opération de rapprochement ferait l'objet de l'engagement de la procédure prévue à l'article 6.1.c) du Règlement CE n° 139/2004 du 20 janvier 2004 par la Commission européenne (ou, le cas échéant, de toute procédure de même nature qui serait engagée par l'autorité compétente au titre de tout autre Autorisations Concurrence), sauf à ce que l'Initiateur ait préalablement exercé sa faculté de renoncer à la condition suspensive applicable.

L'Initiateur a déclaré qu'à la date du Projet de Note d'Information une pré-notification a été déposée auprès de la Commission européenne au début du mois d'août 2021.

L'Initiateur a déclaré qu'à la date du Projet de Note d'Information des notifications ont été déposées auprès de :

(i) l'autorité de la concurrence au Maroc ;

(ii) l'autorité de la concurrence en Tunisie ; et

(iii) l'autorité de la concurrence au Brésil.

L'Initiateur a déclaré qu'à la date du Projet de Note d'Information il est envisagé que des notifications soient déposées auprès de :

(i) l'autorité de la concurrence en Uruguay, d'ici le 22 septembre 2021 ;

(ii) l'autorité de la concurrence (*Federal Trade Commission*) aux États-Unis d'Amérique, au plus tard le 24 septembre 2021 ; et

(iii) l'autorité de la concurrence en Arabie saoudite, au plus tard le 30 septembre 2021.

1.2.9 Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire

Le Projet de Note d'Information indique qu'en application de l'article L.433-4 II du code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire portant sur les Actions, si le nombre d'Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Dans ce cas, le retrait obligatoire portera sur les actions de la Société autres que celles détenues par l'Initiateur, les AGA Non Cessibles couvertes par un Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini en section 1.2.5.2 ci-avant) et les Actions propres. Les actionnaires concernés recevraient une indemnisation égale au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société de la cote d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer une offre publique de retrait auprès de l'AMF, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire des actions qu'il ne détient pas directement ou indirectement, ou de concert, à cette date. L'Initiateur pourra, dans ce cas, augmenter sa participation dans la Société à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions législatives et réglementaires applicables. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis à l'examen de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité du retrait obligatoire à son règlement général, notamment au vu du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

1.3 Procédure de l'Offre

1.3.1 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.6 du Projet de Note d'Information, y compris les conditions de prise en charge par l'Initiateur des frais de négociation (frais de courtage et TVA afférente) supportés par les actionnaires dont les Actions ont été apportées à l'Offre, dans la limite du plus bas des deux montants suivants : (i) un montant égal à 0,30 % de la valeur de l'ordre (TVA comprise) et (ii) un montant plafond fixe de 50 euros (TVA comprise) par dossier.

1.3.2 Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre

Faisant application des dispositions de l'article 232-3 de son règlement général, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

À la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondants au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). À cette date, les Actions de la Société apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). Par exception, et ainsi qu'il est convenu entre Trinity Investment, l'Initiateur, BNP Paribas (en sa qualité d'Etablissement Présentateur et de banque garante de l'Offre) et Euronext Paris, à la date du règlement-livraison de l'Offre, la Participation d'Attestor sera transférée par Euronext Paris sur le compte-titres de l'Initiateur sans qu'aucun paiement ne soit effectué par Euronext Paris à Trinity Investment ou à BNP Paribas, étant précisé que la contrepartie due à Trinity Investment à raison de l'apport de la Participation d'Attestor à l'Offre sera payée par voie de compensation contre une partie de la somme correspondant à l'engagement d'apport en fonds propres d'Attestor décrit en section 5.

1.3.3 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera, au moins dix (10) jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables à compter de leur dépôt.

1.3.4 Intervention de l'Initiateur sur le marché des Actions de la Société pendant la période d'Offre

L'Initiateur n'effectuera pas, sur le marché ou hors marché, d'acquisition d'Actions de la Société conformément aux dispositions de l'article 231-38, III du du règlement général de l'AMF.

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Ni le Projet de Note en Réponse ni tout autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes venant à entrer en possession de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « US persons » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun titulaire d'Actions de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de

l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le présent Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

1.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre purement indicatif, sur la base des hypothèses de l'Initiateur :

Date	Principales étapes de l'Offre
20 septembre 2021	- Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. - Publication d'un communiqué par l'Initiateur indiquant le dépôt du Projet de Note d'Information. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Volkswagen (https://www.volkswagenag.com/en/InvestorRelations/news-and-publications/Europcar_offer.html) du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. - Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.europcar-mobility-group.com) du Projet de Note en Réponse de la Société. - Publication d'un communiqué par la Société indiquant le dépôt du Projet de Note en Réponse.
[●] 2021	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public et mise en ligne (i) sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Volkswagen (https://www.volkswagenag.com/en/InvestorRelations/news-and-publications/Europcar_offer.html) de la note d'information visée et (ii) sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.europcar-mobility-group.com) de la note en réponse visée
[●] 2021	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Volkswagen (https://www.volkswagenag.com/en/InvestorRelations/news-and-

Date	Principales étapes de l'Offre
	publications/Europcar_offer.html) du document « Autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Europcar Mobility Group (www.europcar-mobility-group.com) du document « Autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Publication par l'Initiateur et la Société de communiqués indiquant la mise à disposition des notes visées et des documents « Autres informations » de l'Initiateur et de la Société. - Fixation par l'AMF de l'ouverture de l'Offre. - Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. - Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
[●] 2021	- Ouverture de l'Offre.
[●] 2021	- Obtention de l'autorisation au titre du contrôle des concentrations de la part des autorités de concurrence suivantes : o la Comission européenne ; o l'autorité de la concurrence (*Federal Trade Commission*) aux États-Unis d'Amérique ; o l'autorité de la concurrence au Maroc ; o l'autorité de la concurrence en Tunisie ; o l'autorité de la concurrence en Arabie saoudite ; o l'autorité de la concurrence en Uruguay ; o l'autorité de la concurrence au Brésil.
[●] 2021	- Publication par l'AMF de l'avis annonçant la date de clôture de l'Offre.
[●] 2021	- Clôture de l'Offre.
[●] 2021	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
[●] 2021	- En cas d'issue positive de l'Offre, ouverture de l'Offre Réouverte.
[●] 2021	- En cas d'issue positive de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre.
[●] 2021	- Clôture de l'Offre Réouverte.
[●] 2021	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte par l'AMF.
[●] 2021	- Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le conseil d'administration d'Europcar Mobility Group est actuellement composé de :

- M. Alexandre de Juniac (président du conseil d'administration)* ;
- Mme. Caroline Parot ;
- Mme. Sylvie Veilleux* ;
- Mme. Martine Gerow* ;
- M. Carl Leaver ;
- M. Simon Franks ;
- Mme. Carol Sirou* ; et
- Mme. Adèle Mofiro.

** Administrateurs indépendants conformément aux critères d'indépendance du Code Afep-Medef.*

M. Laurent David est censeur au sein du conseil d'administration de la Société.

Le 7 juin 2021, les membres du Consortium ont adressé à la Société une lettre dans laquelle ils exprimaient leur intérêt pour une opération sur le capital de la Société au prix de 0,44 euros par Action.

Compte tenu de la nécessité de mettre en place une procédure de gouvernance appropriée pour l'étude de cette proposition et de tout autre proposition alternative ou concurrente, le conseil d'administration a décidé, dans sa réunion du 8 juin 2021, de constituer le Comité Ad Hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, composé de :

- M. Alexandre de Juniac (président du Comité Ad Hoc) ;
- Mme. Martine Gerow ; et
- M. Carl Leaver,

étant précisé que Mme. Caroline Parot, en sa qualité de directrice générale de la Société, et M. Laurent David, en sa qualité de censeur (dont la nomination a été ratifiée par l'assemblée générale de la Société en date du 30 juin 2021), ont participé, en tant qu'invités, aux travaux du Comité Ad Hoc.

Le 13 juin 2021, le conseil d'administration de la Société, à l'unanimité (à l'exclusion de M. Simon Franks qui, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, s'était retiré des travaux du conseil) refusa l'offre initiale du Consortium, en déclarant que le prix proposé ne reflétait ni la pleine valeur ni le potentiel de création de valeur de la Société, tout en laissant la porte ouverte à d'éventuelles discussions en cas d'augmentation significative du prix.

Le 17 juin 2021, en prévision d'éventuelles discussions avec les membres du Consortium, le conseil d'administration (à l'exclusion de M. Simon Franks qui, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, s'était retiré des travaux du conseil), sur recommandation du Comité Ad Hoc, nomma l'Expert Indépendant conformément à l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre, y compris, si tel est l'opinion de l'Expert Indépendant, un avis sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Lors de sa réunion du 28 juillet 2021, le conseil d'administration de la Société a, à l'unanimité (à l'exclusion de M. Simon Franks qui, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, s'était retiré des travaux du conseil, et de Mme. Caroline Parot, qui n'a participé ni aux délibérations ni au vote) et sur recommandation du Comité Ad Hoc :

- accueilli favorablement l'opération proposée par le Consortium, exprimant un avis positif préliminaire selon lequel l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, de ses employés et des autres parties prenantes, étant précisé que cet avis positif préliminaire serait revu conformément aux devoirs fiduciaires des administrateurs à la remise du rapport de l'Expert Indépendant ;
- approuvé, conformément à son règlement intérieur et à l'article L. 225-38 du code de commerce, la conclusion du TOA par la Société[22] ; et
- confirmé la mission de l'Expert Indépendant afin d'obtenir son opinion sur la base de laquelle le conseil d'administration de la Société rendrait son avis motivé.

Le 16 septembre 2021, le conseil d'administration de la Société a, à l'unanimité (à l'exclusion de M. Simon Franks qui, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, s'était retiré des travaux du conseil, et de Mme. Caroline Parot, qui n'a participé ni aux délibérations ni au vote) et sur recommandation du Comité Ad Hoc, approuvé, conformément à son règlement intérieur et à l'article L. 225-38 du code de commerce, la conclusion par la Société d'un avenant au TOA afin de clarifier et d'ajuster certaines dispositions concernant, notamment, les intentions de l'Initiateur, le Contrat de Liquidité (tel que défini à la section 1.2.5.2 ci-avant) et les bonus et le plan d'intéressement de l'équipe de direction[23].

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 17 septembre 2021, sous la présidence de M. Alexandre de Juniac, président du conseil d'administration, afin d'étudier l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés. Tous les administrateurs de la Société étaient présents ou représentés en personne ou par visioconférence.

En amont de cette réunion, les documents suivants ont été mis à la disposition des administrateurs :

- le Projet de Note d'Information devant être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 20 septembre 2021, intégrant le contexte et les raisons de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes de l'Offre et les éléments nécessaires à l'appréciation du Prix de l'Offre ;
- le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1, III du RGALF ;
- le rapport du cabinet Ledouble, Expert Indépendant ;

---

22 La conclusion du TOA a fait l'objet d'une publicité en tant que convention réglementée en application des articles L. 22-10-13 et R. 22-10-17 du code de commerce le 30 juin 2021 (Europcar Mobility Group - Communiqués de presse (europcar-mobility-group.com).

23 Cet avenant au TOA a donné lieu à une mise à jour de la publicité relative à une convention réglementée en application des articles L. 22-10-13 et R. 22-10-17 du code de commerce concernant le TOA au 17 septembre 2021, disponible sur le site internet de la Société (Europcar Mobility Group - Communiqués de presse (europcar-mobility-group.com).

- le Projet de Note en Réponse de la Société préparé conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ; et
- l'avis du comité social et économique d'Europcar sur l'Offre en date du 3 septembre 2021 et le rapport du cabinet d'expertise-comptable (Secafi) désigné par ledit comité conformément aux articles L. 2312-42 et suivants du code du travail.

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 17 septembre 2021, a ainsi rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité de ses membres (à l'exclusion de M. Simon Franks qui, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor, s'était retiré des travaux du conseil, et de Mme. Caroline Parot, qui n'a participé ni aux délibérations ni au vote) :

« […] ***Travaux et conclusions de l'expert indépendant***

Lors de sa réunion du 17 juin 2021, sur recommandation du comité ad hoc, le Conseil d'administration a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés lors de la présentation des travaux du comité ad hoc.

Le Président indique que le comité ad hoc a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Les représentants du cabinet Ledouble, Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin, résument alors au Conseil les conclusions des travaux de l'expert indépendant :

« <u>Synthèse</u>

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- *le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Evaluation Multicritère*
- *l'existence d'un Complément de Prix et d'un Ajustement de Prix en ligne avec les dispositions des Engagements d'Apport ;*
- *l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre. Nous avons porté une attention particulière sur le schéma de sortie possible des fonds Attestor et Pon du capital de Green Mobility Holding au niveau :*
  - *des conditions de rémunération de l'investissement en capital d'Attestor ;*
  - *des rendements annuels minimums garantis de certaines Promesses.*

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que :

- *le marché de la location de véhicules de courte durée en mutation a été et reste impacté par la Crise Sanitaire ; parallèlement, les acteurs du secteur évoluent en renforçant leur digitalisation, dans la perspective de nouvelles formes de mobilité ;*
- *la valeur fondamentale de l'Action en DCF a été modélisée au travers :*

- *du Plan d'Affaires de la Société dont nous avons constaté le caractère volontariste au regard des difficultés du Groupe à réaliser historiquement ses prévisions et du contexte de la Crise Sanitaire ;*
- *du Plan d'Affaires de l'Initiateur qui prévoit une sortie de Crise Sanitaire plus lente que le Plan d'Affaires de la Société, un accroissement de la rentabilité et un renforcement des investissements du Groupe ;*

- *le Prix de l'Offre extériorise une prime par rapport aux conditions des dernières augmentations de capital de la Société intervenues lors de la Restructuration ; depuis lors et jusqu'aux rumeurs de l'Offre, le cours de bourse de l'Action n'a pas dépassé le Prix de l'Offre ;*
- *les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre bénéficient d'une liquidité de ces titres au Prix de l'Offre de 0,50 €, appréciable au regard de l'ensemble des valeurs centrales résultant de l'Évaluation Multicritère et des fourchettes de primes qui en découlent.*

Par ailleurs, nous avons obtenu la confirmation que :

- *comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attendait du rapprochement avec Europcar que des synergies sur les coûts de financement (§ 2.9) ;*
- *la Société n'a reçu aucune proposition a un prix supérieur au Prix de l'Offre.*

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre.

Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- *nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 0,50 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Europcar apportant leurs titres à l'Offre ;*
- *nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'Europcar dont les titres sont visés par l'Offre. »*

Travaux et recommandations du comité ad hoc

M. Alexandre de Juniac, en sa qualité de président du comité ad hoc, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

Les membres du comité ad hoc ont examiné le profil et l'expérience d'une sélection de cabinet de conseil financier de premier plan, ainsi que les opérations notables que certains d'entre eux ont réalisées avec la Société et qui pourraient affecter leur indépendance.

A l'issue de cette revue, le 17 juin 2021, le cabinet Ledouble a été retenu par le comité ad hoc en raison de son expérience récente dans des opérations comparables et complexes, de sa réputation et de l'absence de tout conflit d'intérêts.

Le cabinet Ledouble a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans le calendrier envisagé.

A la lumière de ce qui précède, le comité ad hoc a décidé de recommander la nomination du cabinet Ledouble au Conseil, qui a ratifié cette proposition le même jour (17 juin 2021).

Travaux du comité ad hoc et interactions avec l'expert indépendant

- *A compter de la constitution du comité ad hoc, les membres du comité ad hoc ont participé au total à 27 réunions entre le 9 juin 2021 et le 17 septembre 2021 pour les besoins de leur mission, dont 4 en présence de l'expert indépendant, tel que détaillé ci-après. Compte tenu des contraintes sanitaires liées à la pandémie de Covid-19, l'intégralité des réunions du comité ad hoc et des échanges de ses membres avec les différents intervenants ont eu lieu par voie de conférence téléphonique ou vidéoconférence ;*

- *Des réunions de suivi périodiques ont été mises en place, à l'occasion desquelles les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et la direction de la Société ont tenu les membres du comité ad hoc informés de l'avancement de l'opération envisagée, et plus particulièrement des évolutions du calendrier envisagé, des discussions avec les membres du Consortium, des projets d'accords entre les différentes parties (y compris le TOA), du processus de consultation des salariés, des notifications réglementaires et des discussions avec l'AMF ;*

- *Le 9 juin 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et l'équipe de direction de la Société pour procéder à un examen préliminaire des termes et caractéristiques de la proposition initiale du Consortium reçue le 7 juin 2021 au prix de 0,44€ par action ;*

- *Le 11 juin 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et l'équipe de direction de la Société afin de recevoir une présentation sur certaines considérations d'évaluation préliminaires et de discuter des prochaines étapes concernant la réponse du Conseil d'administration à la proposition initiale du Consortium ;*

- *Le 15 juin 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et l'équipe de direction de la Société afin d'être informé de la réaction des conseils financiers du Consortium à la lettre de réponse du Conseil d'administration en date du 14 juin 2021 (qui avait transmis le message selon lequel la proposition initiale du Consortium au prix de 0,44€ ne reflétait pas la pleine valeur de la Société et son potentiel de création de valeur, tout en laissant la porte ouverte à des discussions potentielles en cas d'augmentation significative du prix) et de discuter des prochaines étapes ;*

- *Le 17 juin 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et l'équipe de direction de la Société pour discuter des prochaines étapes concernant la réponse de la Société à la proposition initiale du Consortium et de la réunion potentielle à organiser entre les équipes dirigeantes, comme suggéré par les représentants de Volkswagen. En outre, les membres du comité ad hoc ont discuté des informations qui pourraient être partagées avec le Consortium. Lors de cette réunion, le comité ad hoc a également décidé de recommander le cabinet Ledouble comme expert indépendant au Conseil d'administration ;*

- *Les 23, 25, 27, 28 et 30 juin et les 1er, 3, 6, 7, 8, 12, 13, 19 et 20 juillet 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration et l'équipe de direction de la Société pour être informé et discuter (i)*

des discussions en cours entre la Société et le Consortium concernant l'opération envisagée, y compris un potentiel accord de soutien à l'offre publique d'achat (tender offer support agreement) à conclure entre le Consortium et la Société, (ii) des questions de communication en lien avec ces discussions (y compris la fuite dans la presse concernant la proposition initiale du Consortium qui a conduit au communiqué de presse de la Société du 23 juin 2021), (iii) du processus d'audit y afférant mené par le Consortium dans le cadre d'une base de données (data room) ouverte le 15 juillet 2021, (iv) du travail d'évaluation mené par les conseils financiers de la Société, Rothschild & Co et Guggenheim Partners, (v) de l'organisation et du résultat de diverses réunions entre les équipes dirigeantes de la Société et du Consortium tenues au cours de cette période, (vi) des principaux aspects juridiques concernant l'opération envisagée, tels que les règles de gouvernance appropriées, les autorisations concurrence requises ou la conformité des accords du Consortium envisagés avec la réglementation boursière, (vii) l'ensemble des mesures de rétribution, de rétention et d'intéressement dont pourrait bénéficier l'équipe de direction de la Société dans le cadre de l'opération envisagée, et (viii) des discussions parallèles menées entre le Consortium et certains actionnaires institutionnels de la Société concernant des engagements d'apport éventuels au profit de l'Initiateur ;

- *Le 22 juillet 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration, avec la participation de l'expert indépendant qui a présenté (i) le cadre réglementaire de sa mission, (ii) les principales diligences et étapes déjà réalisées et (iii) les prochaines étapes concernant sa mission. Lors de cette réunion, les membres du comité ad hoc ont eu l'opportunité de poser des questions à l'expert indépendant sur son approche d'évaluation et ont également été informés des discussions en cours avec le Consortium ;*

- *Les 25 et 26 juillet 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration afin d'être informé des discussions avec les actionnaires institutionnels de la Société et le Consortium et pour discuter des prochaines étapes ;*

- *Le 28 juillet 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration, l'équipe de direction de la Société et l'expert indépendant afin (i) d'examiner en détail les conditions financières de l'Offre proposée et de discuter de ses conséquences potentielles pour le Groupe, ses actionnaires et ses salariés et (ii) de se prononcer sur la recommandation à faire au Conseil d'administration concernant l'accueil de l'Offre proposée, la recommandation relative à l'autorisation des conventions réglementées en lien avec le TOA en vertu des articles L. 225-38 et suivants du code de commerce et l'examen d'un projet de communiqué de presse. Les membres du comité ad hoc ont ensuite décidé à l'unanimité de proposer au Conseil d'administration d'accueillir favorablement le projet d'Offre proposé par l'Initiateur, en exprimant un avis préalable favorable selon lequel il est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, de ses salariés et des autres parties prenantes (cet avis préliminaire devant être revu conformément aux devoirs du Conseil d'administration à la réception de l'avis de l'expert indépendant). Pour rappel, l'Offre proposée a été annoncée le 28 juillet 2021, après la clôture de la bourse ;*

- *Le 2 septembre 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration, l'équipe de direction de la Société et l'expert indépendant afin d'être informé de l'état du processus (y compris sur le processus de consultation du comité social et économique et les dépôts réglementaires en cours) et de discuter le travail en cours de l'expert indépendant avec ce dernier ;*

- *Le 13 septembre 2021, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques et financiers de la Société et du Conseil d'administration, l'équipe de direction de la Société et l'expert indépendant afin d'examiner les versions préliminaires du rapport de l'expert indépendant, de l'avis motivé du Conseil d'administration et de la note en réponse de la Société, ainsi que le projet d'avenant au TOA visant à clarifier et ajuster certaines dispositions du TOA concernant, notamment, les intentions de l'initiateur, le contrat de liquidité au bénéfice de bénéficiaires des actions de performance et les bonus et le plan d'intéressement de l'équipe de direction ;*

- *Le 16 septembre 2021, après un point d'information sur le processus la veille, le comité ad hoc s'est réuni avec les conseils juridiques de la Société et du Conseil d'administration, ainsi qu'avec l'équipe de direction de la Société, afin d'examiner la dernière version du projet d'avenant au TOA. Au cours de cette réunion, le comité ad hoc a recommandé au Conseil d'administration d'approuver la conclusion dudit avenant par la Société ;*

- *Le 17 septembre 2021le comité ad hoc a tenu une réunion avant la réunion du Conseil d'administration chargée d'émettre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Au cours de cette réunion, le comité ad hoc (i) a examiné le rapport final de l'expert indépendant, (ii) a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration concernant son avis sur l'Offre, (iii) a examiné les dernières versions du projet de note en réponse de la Société et du projet de note d'information de l'initiateur, ainsi que des projets de communiqués de presse devant être publiés par la Société lors du dépôt de ladite note en réponse et (iv) s'est assuré une nouvelle fois que l'expert indépendant avait reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et qu'il a pu réaliser ses travaux dans des conditions satisfaisantes ;*

- *Le comité ad hoc s'est également assuré que le plan d'affaires de la Société présenté à l'expert indépendant (i) était le dernier plan d'affaires préparé par la direction de la Société et approuvé par le Conseil d'administration et qu'il reflétait donc, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et (ii) qu'il n'y avait pas d'autres données prospectives pertinentes. Enfin, le comité ad hoc s'est assuré que la communication financière de la Société (y compris les perspectives pour 2021 communiquées le 28 juillet 2021 et des éléments additionnels dont la communication est prévue concomitamment au dépôt de l'Offre) était cohérente avec les prévisions énoncées dans le plan d'affaires ;*

- *Le comité ad hoc a constaté qu'aucune question ou observations émanant d'actionnaires n'a été adressée au comité ad hoc ou à l'expert indépendant, en ce compris via l'AMF ;*

Conclusions et recommandations du comité ad hoc

- *Le comité ad hoc a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information (qui sont conformes aux intentions énoncées dans le TOA) ; et*

- *Le comité ad hoc a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, à la suite de sa réunion du 17 septembre 2021, il recommande au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens.*

Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des travaux du comité ad hoc et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil d'administration relève que :*

  - *l'arrivée d'un nouvel actionnaire majoritaire permet de stabiliser l'actionnariat de la Société et constitue un gage de stabilité pour le Groupe ;*

  - *l'opération permettrait à la Société de s'associer à un Consortium mené par Volkswagen AG (qui détiendra 66% du capital social de l'Initiateur à l'issue de l'Offre), partenaire de longue date du Groupe et un leader mondial de l'industrie automobile. Il s'agit donc d'une opportunité exceptionnelle pour le Groupe de devenir un leader de la mobilité en Europe, étant précisé qu'à l'avenir, Volkswagen AG veut s'appuyer sur Europcar Mobility Group « pour construire sa plateforme de mobilité, en combinant les services de mobilité actuellement exploités sous les marques du groupe Volkswagen et la Société » ;*

  - *compte tenu de l'actionnariat de l'Initiateur, la Société serait également en mesure de tirer parti des fortes capacités de transformation d'Attestor et des services de mobilité et de l'expérience retail et client de Pon ;*

  - *en ce qui concerne le financement, l'Initiateur s'attend à des « synergies financières dues au profil financier de Volkswagen, dont devrait bénéficier indirectement la Société », étant également précisé que l'Initiateur s'est engagé dans le TOA à assurer le refinancement de certaines dettes du Groupe après la réussite de l'Offre ;*

  - *en termes de risques d'exécution, bien que l'Offre soit soumise à certaines autorisations concurrence comme condition suspensive à sa réalisation, ce qui peut en différer la réalisation, les chances de succès de l'Offre semblent être préservées par plusieurs éléments du TOA, notamment :*

    - *une indemnité de rupture égale à 50 millions d'euros à verser par l'Initiateur à la Société en cas de non-obtention des autorisations concurrence avant le 31 mars 2021 ; et*
    - *un engagement des membres du Consortium et de l'Initiateur de coopérer en vue d'obtenir toutes les autorisations nécessaires des autorités concurrence concernées dans le cadre de l'Offre ;*

  - *tout en étant soumises à un seuil de renonciation de 67%, les chances de succès de l'Offre semblent préservées par les engagements d'apport irrévocables conclus par*

les principaux actionnaires (à savoir Anchorage, Marathon, Diameter, Centerbridge, Carval et Syquant Capital) représentant ensemble environ 55,3% du capital de la Société (et environ 68% avec Attestor), étant précisé que ces engagements deviendraient caducs en cas d'offre supérieure ; et

- *l'engagement d'exclusivité usuel de la Société au profit de l'Initiateur prévu dans le TOA prévoit certaines exceptions en cas d'offre alternative qualifiée supérieure.*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, au plan financier, le Conseil d'administration note que :*

  - *le prix d'Offre de 0,50€ par action (hors compléments de prix potentiels) fait ressortir une prime d'environ +23% par rapport au cours moyen pondéré de l'action sur 30 jours et d'environ 44% par rapport au cours moyen pondéré de l'action sur 90 jours à la dernière date de négociation non affectée du 22 juin 2021 ;*

  - *il résulte du rapport de l'expert indépendant (le cabinet Ledouble) que (i) le prix d'Offre fait ressortir une prime par rapport aux conditions des dernières augmentations de capital de la Société qui ont eu lieu lors de la restructuration en 2020 (étant précisé que, depuis lors et jusqu'aux rumeurs sur l'Offre, le cours de bourse de l'Action n'a pas dépassé le prix d'Offre) et (ii) le prix d'Offre de 0,50€ par action s'apprécie au regard de l'ensemble des valeurs centrales issues de l'évaluation multicritère et des fourchettes de primes qui en résultent ;*

  - *l'expert indépendant (le cabinet Ledouble) conclut que (i) le prix d'Offre de 0,50€ par action est juste d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société apportant leurs actions à l'Offre et (ii) qu'ils n'ont pas identifié, dans les accords et opérations connexes relatifs à l'Offre, de dispositions susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre ;*

  - *le prix d'Offre pourrait être augmenté (i) d'un complément de prix potentiel de 0,01€ par action si le seuil de 90% du capital et des droits de vote d'Europcar Mobility Group est atteint et (ii) d'un ajustement de prix potentiel en cas d'offre publique subséquente ou de retrait obligatoire à un prix supérieur dans les 12 mois suivant la date de règlement-livraison de l'Offre, comme décrit dans le projet de note d'information ;*

  - *l'Offre permet à chaque actionnaire de la Société de céder immédiatement, s'il le souhaite, sa participation quel que soit le nombre d'actions qu'il détient et de bénéficier ainsi d'une liquidité supérieure à celle offerte par le marché avant l'annonce de l'Offre, le Conseil d'administration attirant l'attention des actionnaires sur le fait qu'une plus faible liquidité pourrait exister sur le marché après l'Offre en l'absence de retrait obligatoire ; et*

  - *en ce qui concerne les dividendes, le Consortium se réserve le droit de modifier la politique de dividendes de la Société après l'Offre, en fonction de sa capacité de distribution et de ses besoins financiers, étant précisé que le Consortium peut également cesser de distribuer des dividendes afin de réserver des fonds supplémentaires pour financer le développement de la Société et réduire sa dette.*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil d'administration relève que :*

- *l'Initiateur a indiqué qu'il estime qu'un « élément clé du succès de la Société est la préservation et le développement du talent et de l'implication des salariés de la Société » ;*
- *l'Initiateur a en outre déclaré que :*
  - *l'Offre ne devrait « pas avoir d'impact significatif sur les principes actuels de la Société en matière de gestion des effectifs et des ressources humaines » ;*
  - *l'Initiateur « soutient la politique actuelle de la Société en matière de relations de travail et de ressources humaines et soutiendra ses efforts continus de recrutement et de maintien des effectifs dans le contexte de la reprise post-Covid-19 » ;*
  - *l'Initiateur a l'intention de « maintenir le siège social de la Société et le siège mondial des sociétés du groupe Europcar à Paris et de maintenir le nombre d'employés à temps plein en France en fonction des besoins de l'activité des sociétés françaises pendant une période de 12 mois à compter de la date de réalisation de l'Offre »*
- *en outre, l'Initiateur a l'intention d'assurer la continuité de la direction d'Europcar Mobility Group après la réalisation de l'Offre. L'Initiateur s'est donc engagé à mettre en œuvre un programme d'intéressement de la direction selon les termes définis dans le TOA ;*
- *dans le cadre du TOA, l'Initiateur s'engage en outre à proposer à chacun des bénéficiaires des actions de performance qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre de conclure un contrat de liquidité incluant une promesse d'achat et de vente à un prix d'exercice cohérent avec le prix d'Offre ; et*
- *le fonds commun de placement d'entreprises (FCPE) « FCPE Europcar Mobility Group Actionnariat » constitué au bénéfice des salariés du Groupe aura la possibilité d'obtenir de la liquidité pour les actions Europcar Mobility Group qu'il détient ; et*
- *le comité social et économique d'Europcar International, qui a été informé et consulté sur l'Offre envisagée dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail, a émis un avis sur l'Offre le 3 septembre 2021 reconnaissant notamment « l'intérêt positif » que pourrait présenter l'opération, après avoir reçu un rapport du cabinet d'expertise comptable (Secafi) qu'il a désigné pour éclairer son avis.*

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs BNP Paribas et Bank of America Europe DAC – Succursale en France, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) des conclusions des travaux de revue du comité ad hoc, (v) des projets de communiqués de presse soumis au Conseil d'administration et (vi) des autres éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré au regard de l'intérêt social, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés (à l'exception de M. Simon Franks, en sa qualité d'administrateur nommé sur proposition d'Attestor s'étant retiré des travaux du Conseil, et de Mme. Caroline Parot, qui n'a pas participé à la délibération ni au vote) considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide :

- *d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du comité ad hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre, qui sera le cas échéant suivi d'un retrait obligatoire des actions de la Société si les conditions d'un tel retrait obligatoire sont réunies, tel qu'il lui a été présenté,*
- *de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre,*
- *de décider, le cas échéant, que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre (y compris en cas d'extension ou de réouverture de celle-ci, le cas échéant) ; et*
- *d'approuver le projet de note en réponse de la Société pour l'essentiel sous la forme présentée ;* […] **»**

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société et à l'article 2.9 du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, chaque administrateur doit détenir au moins 100 Actions de la Société au nominatif.

Les administrateurs de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	**Fonction**	**Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé**	**Intention**
M. Alexandre de Juniac	Président du conseil d'administration	1.000.000	Apporter 999.900 Actions à l'Offre*
Mme. Caroline Parot	Directrice générale et administratrice	172.549	Apporter 172.449 Actions à l'Offre*
Mme. Sylvie Veilleux	Administratrice indépendante	0	*N/A*
Mme. Martine Gerow	Administratrice indépendante	1.350	Apporter 1.250 Actions à l'Offre*
Mme. Carol Sirou	Administratrice indépendante	0	*N/A*
M. Carl Leaver	Administrateur	100	Apporter 100 Actions à l'Offre
M. Simon Franks	Administrateur	0	*N/A*
Mme. Adèle Mofiro	Administratrice représentant les salariés	0	*N/A*

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
M. Laurent David	Censeur	0	*N/A*

** Représentant toutes les Actions détenues déduction faite des 100 Actions devant être détenues par chacun des administrateurs en application des statuts de la Société.*

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 8.598.928 de ses propres Actions.

Le conseil d'administration du 17 septembre 2021 a décidé que la Société n'apportera pas les 8.598.928 Actions auto-détenues par la Société à l'Offre (en ce compris toute extension ou réouverture de l'Offre, le cas échéant).

Une partie de ces Actions pourront servir, le cas échéant, à la mise en œuvre du Plan d'AGA 2018 et du Plan d'AGA 2019 et, à ce titre, seront visées par l'Offre et pourront être apportées à l'Offre (tel que détaillé à la section 1.2.5 ci-dessus).

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la présente section 5, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5.1 ***Transaction Framework Agreement*** **(TFA)**

Selon le Projet de Note d'Information, le TFA, régi par le droit allemand, a pour objet de définir les termes selon lesquels les parties s'accorderont sur les conditions de l'Offre qui sera initiée par l'Initiateur.

Les parties au TFA sont convenues que les termes de l'Offre (prix, conditions, seuils, etc.) ne pourront être modifiés que par une décision unanime du Consortium, y compris dans le cas où une offre publique d'achat supérieure concurrente serait lancée par un tiers, auquel cas le Consortium conviendra, à l'unanimité, soit (i) d'augmenter le Prix de l'Offre, soit (ii) de renoncer purement et simplement à l'Offre.

Le TFA prévoit que VFL, Trinity Investments (outre l'apport à l'Offre des actions Europcar Mobility Group qu'elle détient comme indiqué à la section 5.3 ci-après) et Pon feront les apports en capital nécessaires à l'Initiateur pour financer l'Offre.

Dans les conditions prévues par le TFA, l'augmentation de capital de l'Initiateur résultant des apports susvisés deviendra effective au moins trois jours ouvrables avant le règlement-livraison de l'Offre.

Le TFA définit en outre les conditions dans lesquelles l'Initiateur deviendra conjointement détenu par les membres du Consortium (à hauteur des pourcentages de participation mentionnés

à la section 5.2 ci-après) à compter de l'obtention des dernières autorisations concurrence et prévoit la conclusion du Pacte d'Actionnaires, dont les principaux termes sont décrits à la section 5.2 ci-après.

Le TFA prévoit également la conclusion du TOA, dont les principaux termes sont décrits à la section 5.4 ci-après.

5.2 Pacte d'Actionnaires

Selon le Projet de Note d'Information, le TFA comporte en annexe la version en forme convenue du Pacte d'Actionnaires relatif à l'Initiateur, devant être conclu entre VFL, Pon, Trinity Investments, Attestor Value Master Fund LP et l'Initiateur dans les termes et conditions prévus par le TFA.

Actionnariat	- Volkswagen : 66 % ; Attestor : 27 % ; Pon : 7 % ; - Structure tripartite et taille relative à la demande de Volkswagen pour répondre à un objectif critique de non-consolidation de Volkswagen, soutien à la restructuration opérationnelle et aux contraintes de capital des partenaires ; - L'Initiateur doit être entièrement financé par apport de fonds propres par ses 3 actionnaires ; - Attestor doit apporter sa participation existante dans la Société à l'Offre.
Gouvernance de l'Initiateur	- Structure de gouvernance à deux niveaux : o Directoire : 2 membres nommés par Volkswagen ; 2 membres només par Attestor ; 1 membre nommé par Pon ; o Conseil de surveillance et Comité du Consortium (organe extra-statutaire) : 2 membres nommés par Volkswagen ; 2 membres nommés par Attestor ; 1 membre nommé par Pon ; - Des décisions clés (listées dans le Pacte d'Actionnaires) relatives à la Société et relevant de la compétence de l'assemblée générale de cette dernière sont soumises au conseil de surveillance de l'Initiateur ; - Des décisions clés (listées dans le Pacte d'Actionnaires) relatives à la Société et relevant de la compétence du conseil d'administration de cette dernière sont soumises au comité du Consortium ; - La nomination et la révocation du directeur général de la Société sont soumises à un vote unanime du comité du Consortium ; - Plusieurs décisions importantes (tels que la distribution de dividendes par la Société) requièrent au moins 4 votes favorables sur 5 au comité du Consortium.

Gouvernance de la Société	- Le conseil d'administration de la Société se compose de sept membres, dont cinq sont nommés par l'Initiateur ; - Volkswagen et Attestor disposent du droit de nommer deux membres chacun, et Pon dispose du droit de nommer un membre.
Inaliénabilité des titres	- Période d'inaliénabilité de 5 ans, avec des exceptions en cas de transfert à un affilié.
Options d'achat et de vente entre Attestor et Volkswagen	- **Attestor**: Option de vente « à l'américaine » dans les 6 premiers mois après la réalisation de l'Offre : o prix égal à l'investissement en capital initial d'Attestor augmenté d'un intérêt : 2 % par an à partir du règlement de l'offre sur un montant égal au produit de de l'apport par Attestor de ses actions de la Société à l'Offre ; 9 % par an sur l'apport en capital supplémentaire fait par Attestor (en dehors du réinvestissement par Attestor du produit de l'apport de ses actions de la Société à l'Offre) à partir de la date de cet apport, en vue d'atteindre l'objectif de 27 % de participation d'Attestor dans l'Initiateur ; o Intérêt nul en cas de violation éthique grave ou de ses obligations de conformité ou en cas d' « Evénement Homme Clé » ; o Les actions sont acquises par Volkswagen sauf désignation par elle, dans les trois mois de l'exercice de l'option, d'un tiers qui se portera acquéreur desdites actions ; - **Volkswagen** : Option d'achat unique à la fin de la 5ème année pour la participation de Attestor dans l'Initiateur : o Prix déterminé par un expert indépendant ; plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 12,5 % et plafond correspondant à un TRI des capitaux propres de 25 % du TRI, mais (i) un plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 0 % si le chiffre d'affaires et le corporate EBITDA en Europe sont inférieurs aux niveaux de 2019 et (ii) pas de plancher dans le cas où de graves violations de conformité/éthique ont eu lieu.
Option d'achat et de vente entre Pon et Volkswagen	- **Pon :** o Option de vente unique à la fin de la 5ème année - évaluation par un expert indépendant ; plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 10 % et plafond correspondant à un TRI des capitaux propres de 25 % du TRI, mais (i) plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 0 % si le chiffre d'affaires et le corporate EBITDA en Europe sont

	inférieurs aux niveaux de 2019 et (ii) pas de plancher en cas de violation éthique grave ou de conformité. o À partir de la 5ème année, option de vente annuelle - évaluation par un expert indépendant (pas de plancher ; plafond à une valorisation reflétant 12x le corporate EBITDA moyen des deux dernières années). - **Volkswagen :** o Option d'achat unique à la fin de la 5ème année - évaluation par un expert indépendant ; plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 10 % et plafond correspondant à un TRI des capitaux propres de 25 %, mais (i) plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 0 % si le chiffre d'affaires et le corporate EBITDA en Europe sont inférieurs aux niveaux de 2019 et (ii) pas de plancher en cas de violation éthique grave ou de conformité.
Evènement Homme Clé	- La participation du Dirigeant d'Attestor est un facteur clé de succès pour l'entreprise commune et les efforts conjoints de restructuration envisagés ; - Option d'achat pour Volkswagen portant sur les actions d'Attestor dans l'Initiateur dans le cas où le Dirigeant d'Attestor cesserait d'être activement impliqué dans la gestion quotidienne d'Attestor ou cesserait d'être membre du conseil d'administration de la Société après y avoir été nommé ; o Contrepartie soumise à l'évaluation d'un expert indépendant ; plancher correspondant à un TRI des capitaux propres de 0 % en cas de décès du Dirigeant d'Attestor ; dans tous les autres cas, pas de plancher.
Structure organisationnelle de la Société	Les parties examineront la structure organisationnelle de la Société et discuteront de bonne foi de la nécessité éventuelle de procéder à des restructurations.

5.3 Engagements d'apport

À la connaissance de la Société, un engagement d'apport a été conclu en date du 28 juillet 2021 entre d'une part VFL (agissant pour le compte de l'Initiateur en cours d'immatriculation à cette date) et Volkswagen, Attestor Limited et Pon et, d'autre part, chacun des Fonds Engagés identifiés dans le tableau ci-dessous (agissant, selon le cas, en leur nom propre et/ou via des fonds sous gestion et/ou au nom et pour le compte de fonds sous gestion) aux termes desquels chaque Fonds Engagé s'est engagé à apporter à l'Offre un nombre d'actions de la Société tel que figurant dans le tableau ci-dessous ainsi que toute action de la Société qu'il viendrait à détenir.

Fonds Engagés	Nombre d'Actions faisant l'objet de l'engagement d'apport	Pourcentage du capital de la Société
Anchorage Capital Group LLC	1.249.312.849	24,91%
Trinity Investments[24]	641.514.896	12,79%
Marathon Asset Management LP	539.774.396	10,76%
Centerbridge Partners L.P.	310.616.449	6,19%
Diameter Capital Partners L.P.	260.738.525	5,20%
CarVal Investors L.P.	254.574.218	5,08%
Monarch Master Funding 2 (Luxembourg) S.à.r.l. / Syqant Capital[25]	177.323.400	3,54%
Total	**3.433.854.733**	**68,46%**

Les Engagements d'Apport conclus avec les Fonds Engagés deviendraient caducs sans droit à indemnisation dans le cas où une offre concurrente à un prix supérieur à celui de l'Offre, conformément à leurs termes.

Selon le Projet de Note d'Information, chacun des Fonds Engagés confirme et déclare qu'il n'agit pas, et (à l'exception d'Attestor) n'a pas l'intention d'agir, de concert (au sens des articles L. 233-10 et L. 233-10-1 du code de commerce) avec d'autres actionnaires de la Société, y compris les autres Fonds Engagés.

L'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information n'avoir connaissance d'aucun autre engagement d'apport.

5.4 Accord de soutien à l'Offre (TOA)

Les principaux termes du TOA (tel que modifié) sont décrits à la section 1.2.1 du Projet de Note d'Information et ci-dessous.

Le TOA (tel que modifié) prévoit notamment :

- l'engagement de la Société, de l'Initiateur et du Consortium de coopérer en vue d'obtenir toutes les autorisations nécessaires auprès des autorités de concurrence concernées dans le cadre de l'Offre ;
- la confirmation par le Consortium et l'Initiateur de leurs intentions en matière notamment stratégique, de gestion, de gouvernance et d'emploi s'agissant de la Société (lesquelles sont détaillées à la section 1.3 du Projet de Note d'Information) ;

---

24 Une entité du groupe Attestor détenant la participation du groupe Attestor dans Europcar Mobility Group.

25 A la connaissance de la Société, le 6 août 2021, Monarch Master Funding 2 (Luxembourg) S.à.r.l. a transféré l'ensemble de ses 177.323.400 Actions de la Société au fonds Syqant Capital qui s'est engagé à apporter ses actions de la Société à l'Offre selon les mêmes termes que les Fonds Engagés par la conclusion d'un engagement d'apport.

- l'engagement de la Société de réunir son conseil d'administration, après consultation des instances représentatives du personnel compétentes, afin de rendre un avis motivé sur l'Offre sous réserve de ses devoirs fiduciaires et en considération des conclusions de l'Expert Indépendant sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;

- l'engagement de l'Initiateur d'assurer le refinancement de certaines dettes du Groupe, sous certaines conditions, à l'issue de l'Offre ;

- l'engagement de l'Initiateur de proposer des accords de liquidité aux bénéficiaires d'actions gratuites qui ne pourraient pas être apportées à l'Offre à raison d'une indisponibilité ou d'une obligation de conservation, selon des conditions financières cohérentes avec le Prix de l'Offre ;

- des engagements de l'Initiateur concernant la mise en œuvre, au bénéfice de certains salariés et dirigeants de la Société ou ses filiales :

  (i) d'une part, de deux types rémunérations exceptionnelles, l'une dite « bonus de rétention » (conditionnée à la présence du bénéficiaire dans la Société ou ses filiales six mois après la réalisation de l'Offre, pour un montant cumulé de 5.000.000 euros), l'autre dite « bonus d'achèvement » (conditionnée au soutien du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et à la réussite de celle-ci, et sous réserve de la présence du bénéficiaire à cette date, pour un montant cumulé de 2.400.000 euros, dont 1.437.000 euros à verser à la directrice générale sous réserve d'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société conformément aux articles L. 22-10-8 et L. 22-10-34, II du code de commerce, le cas échéant) ; et

  (ii) d'autre part, d'un plan d'intéressement en numéraire dont le montant sera payé au terme d'une période de maximum deux années pour un montant cumulé maximum de 10.000.000 euros, sous réserve de conditions usuelles (pondérées à 20 % pour les critères de performance et 80 % pour la présence);

- un engagement d'exclusivité de la Société en faveur de l'Initiateur, prévoyant certaines exceptions en cas d'offre alternative supérieure qualifiée et qui deviendra caduc si l'Offre n'a pas été déposée auprès de l'AMF avant le 31 décembre 2021 ;

- des engagements de la Société, pris jusqu'à la réalisation de l'Offre, en matière de gestion de ses activités dans le cours normal des affaires ;

- une indemnité de rupture d'un montant de 50.000.000 euros à verser par l'Initiateur à la Société si l'Initiateur n'obtient pas toutes les autorisations requises au titre du droit de la concurrence au plus tard le 31 mars 2022 (ou le 30 juin 2022 dans certains cas si la Société choisit de reporter cette date butoir) ; et

- une indemnité de rupture d'un montant de 50.000.000 euros à verser par la Société à l'Initiateur dans le cas où le conseil d'administration de la Société donnerait un avis motivé favorable à une offre supérieure.

5.5 Mécanisme de liquidité

En application du TOA (tel que modifié), l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires d'AGA Non Cessibles de conclure des promesses de vente et d'achat afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les AGA Non Cessibles, comme décrit à la section 1.2.5.1 ci-dessus.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date du Projet de Note en Réponse (sur la base d'un constat au 15 septembre 2021), à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élève à 50.156.400,81 euros, divisé en 5.015.640.081 Actions d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune, réparti comme suit :

Actionnaire	**Nombre d'Actions**	**% du capital**	**Nombre de droits de vote théoriques**	**% de droits de vote théoriques**
Anchorage Capital Group LLC	1.249.312.849	24,91 %	1.249.312.849	24,90 %
Marathon Asset Management L.P.	539.774.396	10,76 %	539.774.396	10,76 %
Trinity Investments Designated Activity Company[26]	641.514.896	12,79 %	641.514.896	12,79 %
Centerbridge Partners L.P.	310.616.449	6,19 %	310.616.449	6,19 %
Diameter Capital Partners L.P.	260.738.525	5,20 %	260.738.525	5,20 %
CarVal Investors L.P.	254.574.218	5,08 %	254.574.218	5,07 %
Syqant Capital	177.323.400	3,54 %	177.323.400	3,53 %
Actions auto-détenues	8.598.928	0,17 %	8.598.928	0,17 %
FCPE de la Société	958.566	0,02 %	958.566	0,02 %
Autres	1.572.227.854	31,34 %	1.573.264.401	31,36 %
Total	**5.015.640.081**	**100 %**	**5.016.676.628**	**100 %**

[26] Une entité du groupe Attestor détenant la participation du groupe Attestor dans la Société.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société ne détient aucune de ses propres actions dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Rothschild Martin Maurel.

6.2 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

6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En outre, l'article 8 des statuts de la Société prévoit une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire pour toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, ou cesse de détenir, directement ou indirectement, une fraction égale ou supérieure à 1 % du capital social ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils de déclaration fixés par la loi et les règlements.

Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions de la Société.

Droit de vote double

L'article 9 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est institué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention continue au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de deux (2) ans.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double est accordé dès leur émission aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit lorsque l'action est convertie au porteur ou transférée en propriété.

6.2.2 Clause des 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 la Société

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit 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 la Société autre que le Pacte d'Actionnaires décrit à la section 5.2 et l'Engagement d'Apport à l'Offre décrit à la section 5.3 ci-avant.

6.3 Participations directes et 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

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessus.

Depuis le 1er janvier 2021, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes de la part des membres du Consortium en application de l'article L. 233-7 du code de commerce :

- Attestor Limited a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 février 2021, les seuils légaux de 5% et 10% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 4 mars 2021, sous le numéro 221C0494. À cette occasion, Attestor Limited a également déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L.233-7, VII du code de commerce.

Sur la même période, la Société a également reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes (de la part d'actionnaires n'appartenant pas au Consortium) en application de l'article L. 233-7 du code de commerce et des statuts de la Société :

- Eurazeo a déclaré avoir franchi à la baisse plusieurs seuils légaux en capital et en droits de vote de la Société, à savoir le 29 janvier 2021 (25% des droits de vote), le 4 février 2021 (25% du capital), le 10 février 2021 (20% du capital et des droits de vote), le 15 février 2021 (5% du capital et des droits de vote en indiquant ne plus détenir de titres dans la Société)[27] ;

- Anchorage Capital Group a déclaré avoir franchi plusieurs seuils légaux en capital et en droits de vote, à savoir le 26 février 2021 (5%, 10%, 15% et 20% du capital et des droits de vote, à la hausse)[28], le 4 mars 2021 (25% du capital et des droits de vote, à la hausse)[29] et le 16 juin 2021 (25 % du capital et des droits de vote, à la baisse)[30] ;

- Carval Investors a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 février 2021, le seuil légal de 5% du capital et des droits de vote de la Société[31], et a dernièrement déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 28 avril 2021, le seuil statutaire de 6 % du capital et des droits de vote ;

- Monarch Master Funding 2 a déclaré avoir franchi plusieurs seuils légaux en capital et en droits de vote, à savoir le 25 février 2021 (5% du capital et des droits de vote, à la hausse) et le 26 février 2021 (5% du capital et des droits de vote, à la baisse)[32], et a dernièrement déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 6 août 2021, les seuils statutaires de 3 %, 2% et 1 % du capital et des droits de vote en indiquant ne plus détenir de titres dans la Société ;

- Diameter Capital Partners a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 février 2021, le seuil légal de 5% du capital et des droits de vote de la Société[33], et a dernièrement déclaré à

---

27 Ces déclarations ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF le 5 février 2021 (sous le numéro 221C0295), le 16 février 2021 (sous le numéro 221C0369) et le 18 février 2021 (sous le numéro 221C0383).

28 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 4 mars 2021 (sous le numéro 221C0495). A cette occasion, Anchorage Capital Group a également déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L.233-7, VII du code de commerce.

29 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 11 mars 2021 (sous le numéro 221C0549.

30 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 22 juin 2021 (sous le numéro 221C1483.

31 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 2 mars 2021 (sous le numéro 221C0451).

32 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 mars 2021 (sous le numéro 221C0480).

33 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 4 mars 2021 (sous le numéro 221C0496).

la Société avoir franchi à la hausse, le 31 mai 2021, le seuil statutaire de 6 % du capital et des droits de vote ;

- Centerbridge Partners a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 février 2021, le seuil légal de 5% du capital et des droits de vote de la Société[34] ;
- Marathon Asset Management a déclaré avoir franchi à la hausse, le 26 février 2021, les seuils légaux de 5% et 10% du capital et des droits de vote de la Société[35], et a dernièrement déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 16 juin 2021, le seuil statutaire de 11 % du capital et des droits de vote ;
- SVP Global a déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 30 avril 2021, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote ;
- King Street a déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 29 juillet 2021, le seuil statutaire de 2 % du capital et des droits de vote ;
- Amiral Gestion a déclaré à la Société avoir franchi à la baisse, le 8 août 2021, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote ;
- Royal Bank of Canada a déclaré avoir franchi à la hausse, le 2 août 2021, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote ;
- Millenium a déclaré avoir franchi à la hausse (via une exposition par *swap*), le 2 août 2021, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote ;
- Crédit Agricole & Caceis a déclaré avoir franchie à la hausse, le 10 août 2021, le seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote.

Enfin, il est à signaler que, depuis le 29 juillet 2021, plusieurs déclarations d'achats et de ventes effectués pendant une offre publique ont fait l'objet d'avis publiés par l'AMF en application de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, personne ne détient de titre comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit à la section 6.2.1 ci-avant.

6.5 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 date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, 958.566 Actions, représentant 0,02% du capital et des droits de vote théoriques de la Société[36] sont détenues par

---

34 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 5 mars 2021 (sous le numéro 221C0503).

35 Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 8 mars 2021, sous le numéro 221C0510. A cette occasion, Marathon Asset Management a également déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L.233-7, VII du code de commerce.

36 Sur la base des nombres totaux d'actions et de droits de vote théoriques de la Société déterminés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 15 septembre 2021.

le fonds commun de placement d'entreprises (FCPE) « FCPE Europcar Mobility Group Actionnariat » constitué au bénéfice des salariés du Groupe.

Le FCPE est géré par un conseil de surveillance, qui est composé paritairement et doit se réunir prochainement pour se prononcer sur l'apport des Actions détenues par le FCPE à l'Offre.

6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A l'exception (i) des accords décrits à la section 5 « *Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre* » ci-avant et à la section 1.6 du Projet de Note d'Information, à savoir le TFA, le Pacte d'Actionnaires, les Engagements d'Apport à l'Offre, le TOA (tel que modifié), le Plan d'AGA 2018 et le Plan d'AGA 2019 au niveau de la Société, et (ii) des Contrats de Liquidité tels que décrits à la section 1.2.5.2 « *Mécanisme de Liquidité* » ci-avant, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

6.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Aux termes de l'article 12 des statuts de la Société, la Société est dirigée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et dix-huit (18) membres au plus nommés par l'assemblée générale.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, mais le conseil d'administration a le pouvoir, en cas de vacance d'un ou plusieurs postes, de nommer des remplaçants par voie de cooptation pour la durée restante des mandats des prédécesseurs et sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire.

Le nombre d'administrateurs âgés de plus de soixante-quinze (75) ans ne doit pas excéder le tiers des administrateurs en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le mandat de l'administrateur, autre que le président, expire à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

La durée du mandat des administrateurs est de quatre (4) ans. L'assemblée générale peut, lors de la nomination de certains administrateurs, réduire la durée de leur mandat à moins de quatre (4) ans afin d'échelonner le renouvellement des mandats d'administrateurs. Ils sont rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs doivent détenir au moins cent (100) actions de la Société pendant toute la durée de leur mandat dans les conditions fixées par les stipulations du règlement intérieur du conseil d'administration.

Lorsque le rapport présenté par le conseil d'administration à l'assemblée générale en application de l'article L. 225-102 du code de commerce établit que les actions détenues par les salariés de la Société et par les sociétés qui lui sont liées au sens de l'article L. 225-180 du même code représentent plus de trois pourcent (3 %) du capital social, un administrateur représentant les

salariés actionnaires est nommé par l'assemblée générale ordinaire dans les conditions fixées par les dispositions légales et réglementaires en vigueur et par les statuts de la Société.

Le conseil d'administration comprend également, selon le cas, un ou deux administrateurs représentant les salariés conformément à l'article L. 225-27-1 du code de commerce.

Le conseil d'administration élit un président parmi ses membres, personne physique, pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur mais qui est rééligible. La limite d'âge pour exercer les fonctions de président est fixée à :

- soixante-huit (68) ans s'il est également directeur général (président-directeur général) de la Société. Dans ce cas, le président-directeur général est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale appelée à statuer sur les comptes de l'exercice au cours duquel il atteint l'âge de soixante-huit (68) ans ;
- soixante-quinze (75) ans s'il n'est pas directeur général de la Société. Dans ce cas, le président du conseil d'administration est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale appelée à statuer sur les comptes de l'exercice au cours duquel il atteint l'âge de soixante-quinze (75) ans.

6.7.2 Modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 20 des statuts de la Société, les assemblées générales ordinaires et extraordinaires statuent dans les conditions de quorum et de majorité prescrites par les dispositions qui les régissent respectivement et exercent les pouvoirs qui leur sont attribués par la loi.

Par conséquent, aux termes de l'article L.225-96 du code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration définit les politiques commerciales de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des limitations imposées par l'objet social de la Société et des matières expressément réservées par la loi aux assemblées générales, il se saisit de toute question relative au fonctionnement effectif de la Société et règle, par ses délibérations, les problèmes affectant ce fonctionnement.

En règle générale, le conseil d'administration prend toutes les décisions et exerce tous les pouvoirs qui, en vertu des dispositions légales, des autorisations de l'assemblée générale ou des statuts de la Société, relèvent de sa compétence.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Les administrateurs reçoivent toutes les informations nécessaires à l'exercice de leurs fonctions et peuvent obtenir tous les documents qu'ils jugent utiles.

Le conseil d'administration peut constituer des comités chargés d'étudier les questions que le conseil ou son président soumettent à leur examen et à leur avis. Il fixe la composition et les attributions de ces comités qui exercent leurs fonctions sous son contrôle.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration (anciennement, le directoire) bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	**Date de l'assemblée générale et résolution concernée**	**Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé**	**Durée**	**Utilisation au cours de l'exercice**
Autorisation d'un programme permettant à la Société de racheter ses propres actions	30 juin 2021 (26ème résolution)	75.000.000 €	29 décembre 2022 (18 mois)	Contrat de liquidité
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, de fusion ou d'apport	30 juin 2021 (27ème résolution)	500.000.000 €	29 août 2024 (26 mois)	Aucune
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou à l'effet d'émettre d'autres titres donnant	30 juin 2021 (28ème résolution)	50% du capital social[37] [38] 750.000.000 € en titres de créance	29 août 2024 (26 mois)	Aucune

[37] Le montant nominal maximal total des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond nominal global qui ne peut excéder un montant représentant plus de 50% of du capital de la Société à la date de l'assemblée générale du 30 juin 2021.

38 Ce montant pourra être augmenté du montant nominal des actions ordinaires de la Société qui seront éventuellement émises pour préserver les droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital conformément aux dispositions légales et réglementaires et à toute stipulation contractuelle contraire.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
droit à des actions futures de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription				
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou à l'effet d'émettre d'autres titres donnant droit à des actions futures, avec suppression du droit préférentiel de souscription et offre au public autre que celles visées à l'article L. 411–2, 1° du code monétaire et financier, ou dans le cadre d'une offre au public comportant une composante d'échange	30 juin 2021 (29ème résolution)	10% du capital social [37] [38] [39] 750.000.000 € en titres de créance	29 août 2024 (26 mois)	Aucune
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des	30 juin 2021 (30ème résolution)	10% du capital social[37] [38] [39] 750.000.000 € en titres de créance	29 août 2024 (26 mois)	Aucune

[39] Le montant nominal maximal global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en application des 29ème, 30ème, 32ème et 34ème résolutions ne pourra être supérieur à 10% du capital de la Société à la date d'utilisation de la délégation financière par le directoire / conseil d'administration, et s'imputera sur le plafond nominal global représentant plus de 50% du capital de la Société à la date de l'assemblée générale du 30 juin 2021.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
actions et/ou des titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et à l'effet d'émettre des titres donnant droit à des actions futures, avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre au public visée à l'article L. 411–2, 1° du code monétaire et financier				
Autorisation donnée au conseil d'administration, en cas d'émission d'actions et/ou de titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou d'autres titres donnant droit à des actions futures, avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans le cadre d'une offre au public ou d'un placement privé, de fixer le prix d'émission dans la limite de 10% du capital social par an	30 juin 2021 (31ème resolution)	10% du capital social[37]	29 août 2024 (26 mois)	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation donnée au conseil d'administration d'augmenter le nombre d'actions et/ou de titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de titres donnant droit à des actions futures à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	30 juin 2021 (32ème résolution)	15% de l'émission initiale[37] [39]	29 août 2024 (26 mois)	Aucune
Délégation de pouvoir au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et d'autres titres donnant droit à des actions futures, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en rémunération d'apports en nature consentis à la Société	30 juin 2021 (33ème résolution)	10% du capital social[37] [38] [39]	29 août 2024 (26 mois)	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions et/ou des titres de capital donnant droit à d'autres titres de capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et à l'effet d'émettre d'autres titres donnant droit à des actions futures, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une certaine catégorie de personnes dans le cadre d'une ligne de financement en fonds propres	30 juin 2021 (34ème résolution)	10% du capital social[37] [38] [39]	29 décembre 2022 (18 mois)	Aucune
Autorisation donnée au directoire de procéder à des attributions gratuites d'actions de la Société aux mandataires sociaux et aux salariés du Groupe, emportant de plein droit suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	12 juin 2020 (25ème résolution)	2% du capital social dont 0,4% du capital social pour les mandataires sociaux	11 août 2022 (26 mois)	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence au directoire à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, les titres émis étant réservés à des catégories de bénéficiaires dans le cadre d'une opération d'actionnariat salarié	12 juin 2020 (27ème résolution)	3% du capital social[40] [41]	11 décembre 2021 (18 mois)	Aucune
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider d'une augmentation de capital par le biais d'une émission de droits de souscription (*Rights Issue*), avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires existants	20 janvier 2021 (3ème résolution)	2.768.960 €[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 4 février 2021 d'augmenter le capital de la société de 2.637.103,41 € par l'émission de 263.710.341 actions ordinaires
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider d'une augmentation de	20 janvier 2021 (4ème résolution)	11.052.640 €[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 4 février 2021 d'augmenter le capital de la Société de 10.526.315,78 € par

[40] Le montant nominal maximal total des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond nominal global qui ne peut excéder un montant représentant plus de 50% du capital de la Société à la date de l'assemblée générale du 12 juin 2020.

[41] Ce montant pourra être augmenté du montant nominal des actions ordinaires de la Société qui seront éventuellement émises pour préserver les droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital conformément aux dispositions légales et réglementaires et à toute stipulation contractuelle contraire.

[42] Dans la limite d'un seuil nominal global d'augmentations de capital de 50.928.190 €, immédiates ou à terme, susceptibles d'être autorisées en vertu des délégations de compétence accordées au directoire par les 3ème à 9ème résolutions de l'assemblée générale du 20 janvier 2021, étant précisé qu'à ce seuil s'ajoutera, le cas échéant, le montant nominal des actions qui seront émises pour préserver, conformément aux dispositions législatives, réglementaires ou, le cas échéant, contractuelles applicables, les droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
capital en numéraire par l'émission d'actions ordinaires nouvelles de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit de porteurs de titres (*Noteholders*) ayant signé ou adhéré à la convention d'inaliénabilité signée par la Société le 25 novembre 2020 (telle que modifiée le 6 décembre 2020), y compris les porteurs de titres garants (*Guarantor Noteholders*), ces porteurs constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques				l'émission de 1.052.631.578 actions ordinaires
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider d'une augmentation de capital en numéraire à libérer par compensation avec des créances liquides, certaines et exigibles par l'émission d'actions ordinaires nouvelles de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit	20 janvier 2021 (5ème résolution)	29.923.110 €[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 4 février 2021 d'augmenter le capital de la Société de 28.510.690,78 € par l'émission de 2.851.069.078 actions ordinaires

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
de porteurs de titres (*Noteholders*), ces porteurs constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques				
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider d'une augmentation de capital en numéraire à libérer par compensation avec des créances liquides, certaines et exigibles par l'émission d'actions ordinaires nouvelles de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit des prêteurs CS (*CS Lenders*), ces prêteurs constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques	20 janvier 2021 (6ème résolution)	1.392.080 €[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 4 février 2021 d'augmenter le capital de la Société de 1.325.663,30 € par l'émission de 132.566.330 actions ordinaires
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider de l'émission et de l'attribution de bons gratuits avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au profit de porteurs de titres	20 janvier 2021 (7ème résolution)	8% du capital social[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 26 février 2021 d'émettre et d'attribuer, au profit des porteurs de titres garants (*Guarantor Noteholders*), 401.251.214 bons gratuits donnant droit à un maximum de 401.251.214 actions ordinaires

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
garants (*Guarantor Noteholders*), ces personnes constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques				
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider de l'émission et de l'attribution de bons gratuits avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au profit de membres du *Cross-Holders Noteholders' Coordination Committee*, ces personnes constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques	20 janvier 2021 (8ème résolution)	1,5% du capital social[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 26 février 2021 d'émettre et d'attribuer, au profit des members du *Cross-Holders Noteholders' Coordination Committee*, 75.234.602 bons gratuits donnant droit à un maximum de 75.234.602 actions ordinaires
Délégation de compétence au directoire à l'effet de décider de l'émission et de l'attribution de bons gratuits avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au profit des prêteurs dans le cadre du *RCF* et des *Participating Noteholders* (y compris les *Guarantor*	20 janvier 2021 (9ème résolution)	1,5% du capital social[42]	20 janvier 2022 (12 mois)	Décision du directoire en date du 26 février 2021 d'émettre et d'attribuer, au profit des prêteurs dans le cadre du *RCF* et des *Participating Noteholders* (y compris les *Guarantor Noteholders*) participant effectivement au refinancement *RCF*, 75.234.602 bons gratuits donnant droit à un maximum de 75.234.602 actions ordinaires

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Noteholders) participant effectivement au refinancement *RCF*, ces personnes constituant une catégorie de personnes répondant à des caractéristiques spécifiques				
Délégation de compétence au directoire à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, aux membres d'un plan d'épargne d'entreprise	20 janvier 2021 (10ème résolution)	3% du capital social[42]	20 mars 2023 (26 mois)	Aucune

6.9 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La plupart des accords de financement importants auxquels la Société ou ses affiliés sont parties contiennent des stipulations conférant aux prêteurs concernés des droits au paiement anticipé ou au remboursement anticipé obligatoires en cas de changement de contrôle, que ce soit :

- directement par des clauses de changement de contrôle, notamment dans le *Revolving Credit Facility* (*RCF*) de 670 millions d'euros du 25 février 2021, le PGE de 220 millions d'euros du 2 mai 2020, le *Vehicles Fleet Financing Facilities* de 225 millions d'euros du 25 février 2021 et le *Fleet Bond* de 500 millions d'euros à échéance 2022 ; ou
- indirectement par des clauses de *cross-acceleration*, notamment dans le *Senior Asset Revolving Facility* (*SARF*) de 1,7 milliards d'euros.

Un nombre limité de contrats commerciaux ou opérationnels importants comportent également des stipulations conférant à la contrepartie concernée un droit d'autorisation préalable ou de résiliation anticipée en cas de changement de contrôle, principalement l'accord-cadre *vehicle purchase agreement* de 2021 avec certaines entités du groupe PSA, l'accord relatif au

programme « *One Connected Fleet* » avec Free2Move et les accords de programme de fidélisation avec certaines compagnies aériennes et d'autres opérateurs de voyage ou d'hôtellerie.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Madame Caroline Parot bénéficie, au titre du contrat de mandat social conclu avec la Société le 22 décembre 2016, d'une indemnité de départ dont le montant est fonction de l'atteinte des objectifs fixés sur les critères quantifiables au titre de la rémunération variable, et pourrait atteindre, au maximum, 18 de rémunération fixe et variable. L'appréciation de l'atteinte des objectifs sur les critères assignés se fait, sur la moyenne des huit derniers trimestres clos.

Dans le cas où une obligation de non-concurrence, dont la durée a été fixée à 12 mois, serait mise à la charge de Madame Caroline Parot en cas de cessation de ses fonctions au sein de la Société, Madame Caroline Parot bénéficierait d'une indemnité de non-concurrence à ce titre, d'un montant égal à 50 % de sa rémunération annuelle (fixe et variable) sur la base de la moyenne de sa rémunération au cours des 12 mois d'activité précédant la cessation des fonctions. Si le départ s'accompagne également du versement d'une indemnité de départ (telle que prévue ci-dessus), le cumul de l'indemnité de non-concurrence et de l'indemnité de départ ne saurait excéder un plafond correspondant à la rémunération fixe et variable annuelle versée au cours des deux dernières années précédant le départ.

7. INFORMATION ET CONSULTATION DES INSTANCES REPRÉSENTATIVES DU PERSONNEL

Le comité social et économique d'Europcar International, filiale à 100 % de la Société, qui a été informé et consulté sur l'Offre envisagée dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail sous la responsabilité de la Société, a émis un avis sur l'Offre le 3 septembre 2021 reconnaissant notamment " l'intérêt positif " que pourrait présenter l'opération.

L'avis du comité social et économique d'Europcar International est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Document de Réponse, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du code du travail.

Le comité social et économique d'Europcar International a désigné le cabinet d'expertise comptable Secafi conformément aux articles L. 2312-42 et suivants du code du travail. Le rapport du cabinet Secafi est reproduit dans son intégralité en Annexe 2 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L.2312-46 du code du travail.

Le comité d'entreprise européen et le comité de groupe français du groupe de la Société ont chacun été informés de l'Offre sur la base du TOA, respectivement le 29 juillet 2021 et le 1er septembre 2021.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

En application de l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 17 juin 2021 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du possible retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 17 septembre 2021, est reproduit dans son intégralité ci-dessous et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse :

[*Bas de page laissé volontairement vierge*]

Ledouble

Europcar Mobility Group

13 ter, boulevard Berthier
75017 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

SOMMAIRE

1. INTRODUCTION 8
1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble 8
1.2. Indépendance et compétence de Ledouble 9
1.3. Diligences effectuées 10
1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission 11
1.5. Plan du Rapport 12
1.6. Conventions de présentation 12
2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 13
2.1. Sociétés prenant part à l'Offre 13
2.2. Contexte et termes de l'Offre 14
2.3. Périmètre de l'Offre 14
2.4. Accords préalables à l'Offre 15
2.5. Ajustement de Prix 16
2.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire 16
2.7. Financement de l'Offre 17
2.8. Accords et Opérations Connexes 17
2.9. Gains économiques liés à l'Offre 17
3. PRÉSENTATION SECTORIELLE ET DU GROUPE 18
3.1. Principales caractéristiques du secteur de la location de véhicules de courte durée 18
3.2. Plan stratégique « New Auto » de Volkswagen 22
3.3. Principales caractéristiques du Groupe 23
3.4. Restructuration du Groupe 27
3.5. Analyse historique de la performance du Groupe 28
3.6. Matrice SWOT 38
4. ÉVALUATION MULTICRITÈRE 39
4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère 39
4.2. Méthodes d'évaluation écartées 44
4.3. Références boursières 44
4.4. Valorisation intrinsèque (DCF) 51
4.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers 56
4.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables 58

4.7. Actif Net Comptable Corrigé 59
4.8. Méthodes d'évaluation décrites dans les Accords et Opérations Connexes 62
4.9. Prix de souscription réservé aux actionnaires existants et aux créanciers obligataires dans le cadre de la Restructuration 63
4.10. Gains économiques liés à l'Offre 64
5. SYNTHÈSE DE L'ÉVALUATION MULTICRITÈRE ET APPRÉCIATION DES PRIMES INDUITES PAR LE PRIX DE L'OFFRE 66
5.1. Valeur de l'Action 67
5.2. Complément de Prix et Ajustement de Prix 68
6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS 69
6.1. Dette financière nette 69
6.2. Références boursières 69
6.3. Valorisation intrinsèque 70
6.4. Valorisation analogique 70
6.5. Référence à l'ANCC 71
6.6. Méthodes d'évaluation décrites dans les Accords et Opérations Connexes 71
6.7. Synthèse sur la valorisation de l'Action 71
7. ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES 72
7.1. Engagements d'Apport à l'Offre 73
7.2. Pacte d'Actionnaires 73
7.3. TOA 78
7.4. Synthèse sur les Accords et Opérations Connexes 81
8. EXAMEN DES OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES 81
9. SYNTHÈSE 82
10. CONCLUSION 83
ANNEXES 84

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de la Société
AGA	Attribution gratuite d'Actions
AGA 2018	Actions attribuées gratuitement en 2018 définitivement acquises mais restant à livrer et/ou faisant l'objet d'une période de conservation fiscale qui n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte
AGA 2019	Actions attribuées gratuitement en 2019 soumises à une période d'acquisition qui n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte
AGA Non Cessibles	Attribution gratuite d'Actions ne pouvant pas être apportées à l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte et couvertes par un Contrat de Liquidité
Ajustement de Prix	Ajustement du Prix de l'Offre en cas d'Offre(s) Publique(s) Subséquente(s)
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANCC	Actif Net Comptable Corrigé
Annual A/P Put Option	Promesse de Vente Annuelle Pon
A/P Call Option	Promesse d'Achat Pon
A/P Put Option	Promesse de Vente Pon
A/V Call Option	Promesse d'Achat Attestor
A/V Early Put Option	Promesse de Vente Anticipée Attestor
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Attestor	Attestor Limited
Avenant au TFA	Avenant au *Transaction framework agreement* entre les membres du Consortium et l'Initiateur.
Avenant au TOA	Avenant au *Tender offer support agreement entre* l'Initiateur, les membres du Consortium et la Société
BCE	Banque Centrale Européenne
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
BFR Corporate	BFR hors flotte de véhicules
BFR Flotte	BFR lié à la flotte de véhicules
BtoB	*Business to Business*
BtoC	*Business to Consumer*
CAGR	*Compound Annual Growth Rate*
Capex	*Capital Expenditures*
Cible	Europcar Mobility Group SA
CoC	*Cost of Capital*
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital

CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Communiqués	Communiqués de presse d'Europcar et des membres du Consortium du 28 juillet 2021 annonçant le projet de l'Offre
Comparables Boursiers	Panel de sociétés cotées constitué pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples boursiers
Complément de Prix	0,01 € par Action
Conseil d'Administration	Conseil d'administration d'Europcar Mobility Group
Conseils juridiques	Conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur
Conseil juridique de la Société	Darrois Villey Maillot Brochier AARPI
Conseil juridique de l'Initiateur	Freshfields Bruckhaus Deringer LLP
Conseil juridique d'Attestor	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
Conseils financiers de la Société	Rothschild & Co et Guggenheim Securities, LLC
Consortium	Volkswagen, Attestor et Pon
Contrat de Liquidité	Mécanisme de liquidité permettant aux détenteurs des AGA 2018 et des AGA 2019 incessibles à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, de bénéficier d'une liquidité en numéraire de leurs Actions
Corporate EBITDA Ajusté	Agrégat correspondant à l'EBITDA communiqué par le Groupe pour des raisons de comparabilité sectorielle
Crise Sanitaire	Crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19
Dates de Référence	Dates de référence retenues pour l'analyse du cours de bourse
DCF	*Discounted Cash Flow*
DDV	Droits de vote
Dette Financière Corporate	Dette financière se rapportant à l'activité courante du Groupe
Dette Financière Flotte	Dette financière se rapportant à la flotte de véhicules
DEU	Document d'Enregistrement Universel
Direction	Management d'Europcar Mobility Group
EBITDA	*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization*
EBIT	*Earnings Before Interests & Taxes*
Équité	Caractère équitable des conditions financières de l'Offre
Engagements d'Apport	Engagements d'apport des Fonds Engagés
Établissements Présentateurs	Bank of America et BNP Paribas
Europcar	Europcar Mobility Group
Évaluation Multicritère	Valorisation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FCT	Fonds Commun de Titrisation
FMI	Fonds Monétaire International
Fonds Engagés	Attestor, Anchorage, Carval, Centerbridge, Diameter, Marathon, Monarch

Green Mobility Holding	Green Mobility Holding SA
Groupe	Europcar Mobility Group et ses filiales
IDA	Impôt(s) différé(s) actif
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
Initiateur	Green Mobility Holding
K véhicules	Milliers de véhicules
Key Man Call Option	Promesse d'Achat Événement Homme Clé
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
M jours	Millions de jours
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
Offre	Offre publique d'achat sur les Actions
Offre Réouverte	Réouverture le cas échéant de l'Offre dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre
Offre(s) Publique(s) Subséquente(s)	Offre(s) publique(s) susceptible(s) d'être déposée(s) par l'Initiateur ou l'un de ses affiliés dans les 12 mois suivant la date de règlement-livraison de l'Offre (le cas échéant de l'Offre Réouverte) à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre
OPA	Offre publique d'achat
Pacte d'Actionnaires	Pacte d'actionnaires qui sera conclu par les membres du Consortium lorsqu'ils seront devenus co-actionnaires de l'Initiateur
Période d'Extrapolation	Données du Plan d'Affaires de la Société extrapolées au titre de la période 2024-2025
Période Explicite	Données figurant dans le Plan d'Affaires de la Société au titre de la période 2021-2023
Pb	Points de base
Plan(s) d'Actions Gratuites	Plan(s) d'attribution d'actions gratuites mis en place par Europcar
Plan d'Affaires de la Société	Plan d'affaires sur la Période Explicite transmis par la Direction
Plan d'Affaires de l'Initiateur	Plan d'affaires sur la période 2021-2023, extrapolée jusqu'en 2032, transmis par l'Initiateur
Pon	Pon Holdings B.V.
Prix d'Exercice	Prix d'exercice des promesses d'achat et de vente des Contrats de Liquidité
Prix de l'Offre	0,50 € par Action (coupon attaché)
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information de l'Initiateur
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse de la Société
Promesses	Promesses de vente et d'achat conclues entre Volkswagen, Attestor et Pon
Promesse d'Achat Attestor	Promesse d'achat unique entre Attestor et Volkswagen

Promesse d'Achat Événement Homme Clé	Promesse d'achat pour l'implication quotidienne d'Attestor dans la gestion de la Société
Promesse d'Achat Pon	Promesse d'achat unique entre Pon et Volkswagen
Promesse de Vente Annuelle Pon	Promesse de vente annuelle entre Pon et Volkswagen
Promesse de Vente Anticipée Attestor	Promesse de vente anticipée entre Attestor et Volkswagen
Promesse de Vente Pon	Promesse de vente unique entre Pon et Volkswagen
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RCF	*Revolving Credit Facility*
Restructuration	Restructuration financière annoncée par le Groupe le 7 septembre 2020
SARF	*Senior Asset Revolving Facility*
Société	Europcar Mobility Group
SWOT	*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*
TFA	*Transaction framework agreement* conclu par les membres du Consortium et l'Initiateur le 28 juillet 2021
TOA	*Tender offer support agreement* conclu par l'Initiateur, les membres du Consortium et la Société le 28 juillet 2021
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples transactionnels
Trésorerie Financière Corporate	Trésorerie financière se rapportant à l'activité courante du Groupe
Trésorerie Financière Flotte	Trésorerie financière se rapportant à la flotte de véhicules
Trinity Investments	Trinity Investments Designated Activity Company
TSR	*Total Shareholder Return*
UGT	Unités Génératrices de Trésorerie
VFL	Volkswagen Finance Luxemburg SA
Volkswagen	Volkswagen AG
WACC	*Weighted Average Cost of Capital*

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** » ou l' « **Expert Indépendant** ») a été désigné le 17 juin 2021, par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Europcar Mobility Group (la « **Société** » ou la « **Cible** » ou « **Europcar** »), sur recommandation d'un comité ad hoc[1] (le « **Comité Ad Hoc** »), en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat (l' « **Offre** ») qui sera initiée sur les actions d'Europcar (les « **Actions** » et unitairement l' « **Action** ») par un consortium (le « **Consortium** ») composé de Volkswagen AG (« **Volkswagen** ») (à travers sa filiale intégralement détenue Volkswagen Finance Luxembourg SA (« **VFL** »)), Attestor Limited (« **Attestor** ») (à travers Trinity Investments Designated Activity Company, au sein du groupe Attestor), et Pon Holdings B.V. (« **Pon** »), agissant de concert *via* une société de droit luxembourgeois dédiée, Green Mobility Holding SA (« **Green Mobility Holding** » ou l'« **Initiateur** »).

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l'« **Attestation d'Équité** »), pour les actionnaires d'Europcar dont les titres sont visés par l'Offre, au regard :

- du prix de 0,50 € par Action (coupon attaché) (le « **Prix de l'Offre** »),
- augmenté de 0,01 € par Action si le seuil de 90% du capital et des droits de vote est atteint à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte[2] (le « **Complément de Prix** »), permettant alors à l'Initiateur de mettre en œuvre un retrait obligatoire ;
- ajusté, le cas échéant, en cas d'offre(s) publique(s) subséquentes(s) telles que définies *infra* (§ 2.2 et § 2.5) (l' « **Ajustement de Prix** »).

Le Prix de l'Offre et le Complément de Prix, ainsi que la désignation de l'Expert Indépendant, ont été annoncés dans un communiqué de presse d'Europcar[3] et un communiqué de presse conjoint de Volkswagen AG, Attestor Limited et Pon[4] en date du 28 juillet 2021 (les « **Communiqués** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), présentant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l« **AMF** »), des instructions d'application AMF n°2006-07[5] et AMF n°2006-08[6], ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15[7].

[1] Constitué par le Conseil d'Administration le 8 juin 2021.
[2] Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre, si elle connait une suite positive, sera automatiquement réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l' « **Offre Réouverte** »).
[3] Europcar Mobility Group, « Europcar Mobility Group annonce un accord avec un consortium mené par Volkswagen, dans la perspective de créer de la valeur dans l'écosystème de la mobilité », 28 juillet 2021.
[4] Volkswagen AG, Attestor Limited, Pon, « Consortium of Volkswagen Group, Attestor Limited and Pon Holdings B.V. to launch takeover offer for Europcar », 28 juillet 2021.
[5] « Offres publiques d'acquisition ».
[6] « Expertise indépendante ».
[7] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, Ledouble a été désigné par le Conseil d'Administration sur proposition du Comité Ad Hoc[8] en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, la Société nous a adressé[9] une lettre précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées. Cette lettre, reproduite en **Annexe 1**, précise que notre désignation entre dans le champ de l'article 261-1 I 2°[10] et 4°[11] du règlement général de l'AMF, ainsi que des deux instructions AMF n°2006-07 et AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 précitées[12].

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Cible, des membres du Consortium, des conseils juridiques de la Société[13], de l'Initiateur[14] et d'Attestor[15] (ensemble les « **Conseils juridiques** »), des conseils financiers de la Société[16] et des établissements présentateurs[17] de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec les Établissements Présentateurs[18] ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains[19] et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

---

[8] Le Comité Ad Hoc est constitué de Mme Martine Gerow, M. Alexandre de Juniac et M. Carl Leaver, soit une majorité d'administrateurs indépendants.
[9] En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.
[10] Les personnes qui contrôlent la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ayant conclu avec l'Initiateur des accords susceptibles d'affecter leur indépendance.
[11] Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.
[12] Nous précisons que le prix proposé de 0,44 € par Action mentionné dans la lettre en **Annexe 1**, en date du 17 juin 2021, a donné lieu depuis lors à des discussions qui ont abouti aux conditions financières de l'Offre (§ 1).
[13] Darrois Villey Maillot Brochier AARPI.
[14] Freshfields Bruckhaus Deringer LLP.
[15] Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP.
[16] Rothschild & Co et Guggenheim Securities, LLC.
[17] Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en qualité d'Établissement Présentateur et garant de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.
[18] Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.
[19] Les profils et compétences des membres de l'équipe en charge de la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07 et n°2006-08, et de la recommandation AMF n°2006-15 (§ 1.1).

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des caractéristiques de la Cible et de l'Initiateur et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de l'ensemble constitué de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre et de l'éventuel Complément de Prix pour les actionnaires appelés à y apporter leurs titres,
- ainsi que l'absence d'éléments, dans les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier à leurs intérêts.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission[20], avec les représentants de la Cible, de l'Initiateur, des Conseils juridiques, des conseils financiers de la Société et des Établissements Présentateurs[21], se sont fondées notamment[22] sur :

- l'exploitation des informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels le Groupe est positionné ;
- l'examen de la documentation juridique et financière relative à l'Offre, incluant les Accords et Opérations Connexes ;
- l'analyse du contenu du projet de Note d'Information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), dans la perspective du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- la revue de la restructuration financière qui est intervenue préalablement à l''Offre[23] ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet[24] de la Société ;
- l'analyse de la structuration de l'Offre et de son financement ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration[25] et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Offre ;
- l'examen détaillé des comptes consolidés annuels au 31 décembre 2020 et semestriels au 30 juin 2021 de la Société ;

[20] Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2**. Les principales étapes de la Mission sont recensées en **Annexe 3**.
[21] La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.
[22] La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.
[23] À la lecture notamment du prospectus composé du document d'enregistrement universel de la Société déposé auprès de l'AMF le 6 mai 2020 sous le numéro D.20-0448, de l'amendement de ce dernier déposé auprès de l'AMF le 12 janvier 2021 sous le numéro D. 20-0048-A01, ainsi que de la note d'opération.
[24] https://europcar-mobility-group.com/
[25] Et du conseil de surveillance pour la période antérieure à la modification de la gouvernance de la Société (§ 3.4).

- l'étude approfondie et critique des données budgétaires 2021 et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le management d'Europcar (la « **Direction** ») et par l'Initiateur ;

- l'exploitation de nos bases de données sectorielles[26] et financières[27], tant en ce qui concerne le Groupe que ses concurrents ;

- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des évènements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;

- l'examen des notes d'analystes récentes disponibles sur les groupes comparables à la Europcar en termes d'activité ou/et de modèle économique ;

- l'analyse des modalités de calcul de l'éventuel Complément de Prix et du principe de l'Ajustement de Prix ;

- la revue des travaux des Établissements Présentateurs et la comparaison avec l'Évaluation Multicritère ;

- l'analyse des Accords et Opérations Connexes ;

- l'appréciation du Prix de l'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et d'analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation du Groupe, ainsi que des Accords et Opérations Connexes.

La documentation utile à nos travaux a été mise à notre disposition dans le cadre de nos requêtes documentaires et entretiens avec nos interlocuteurs.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu la confirmation auprès de la Direction et de l'Initiateur de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs sont fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

[26] Dont Xerfi.
[27] Bloomberg, S&P Capital IQ (paramètres financiers et Comparables Boursiers) et Mergermarket (Transactions Comparables).

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 3) ;
- l'Évaluation Multicritère (§ 4) et la synthèse de nos travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs (§ 6) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 7) ;
- l'examen des observations formulées par des actionnaires (§ 8) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 9) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 10).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars (Md$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Europcar est une société anonyme sise 13 ter, boulevard Berthier, à Paris (75017), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 489 099 903. Son capital, d'un montant de 50.156.400,81 €, se compose de 5.015.640.081 Actions d'une valeur nominale unitaire de 0,01 €.

Les Actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris[28].

La Société est dirigée par Mme Caroline Parot, Directrice Générale ; M. Alexandre de Juniac en préside le Conseil d'Administration.

2.1.2. Initiateur

Green Mobility Holding est une société anonyme de droit luxembourgeois sise 19-21, route d'Arlon, à Strassen (8009) au Luxembourg, et immatriculée au RCS du Luxembourg sous le numéro B257696. Son capital, qui s'établit à 30.000 €, est détenu par VFL, filiale à 100% de Volkswagen AG.

Comme détaillé dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a vocation à être détenu, à l'issue de l'Offre, par :

- VFL, à hauteur de 66% du capital et des droits de vote ;
- Trinity Investments Designated Activity Company (« **Trinity Investments** »), société à responsabilité limitée de droit irlandais et entité du groupe Attestor, à hauteur de 27% du capital social et des droits de vote ;
- Pon Holdings B.V., société de droit néerlandais, à hauteur de 7% du capital et des droits de vote.

Volkswagen[29], Attestor et Pon forment ensemble le Consortium (§ 1).

[28] Sous le code ISIN FR0012789949 ; mnémonique : EUCAR.
[29] Volkswagen est le cas échéant assimilé à VFL dans le corpus juridique de l'Offre.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

Le Communiqué de la Société en date du 28 juillet 2021, qui a annoncé le projet d'Offre (§ 1), rappelle, aux termes de la déclaration de M. Alexandre de Juniac, que « *Volkswagen, qui dirige le Consortium, est un partenaire commercial de longue date [du] Groupe, Pon est un expert des services internationaux de mobilité et Attestor, fort de ses capacités d'accompagnement des transformations, a été un partenaire clé dans [la] Restructuration* » (§ 3.4).

En lien avec son plan stratégique *New Auto* (§ 3.2), Volkswagen, avec le soutien des deux autres membres du Consortium, entend ainsi poursuivre la transformation de la Société, pour élargir son offre de solutions de mobilité, en s'appuyant sur ses plateformes physiques et digitales[30].

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire :

- au Prix de l'Offre de 0,50 € par Action (coupon attaché),
- augmenté du Complément de Prix de 0,01 € par Action si le seuil de 90% du capital et des droits de vote est atteint à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, ouvrant la perspective de la mise en œuvre par l'Initiateur d'un retrait obligatoire ;
- ajusté le cas échéant, en cas d'offre(s) publique(s) subséquentes(s), par l'Ajustement de Prix (§ 2.5).

En application respectivement des dispositions de l'article 231-9, I, 1 et 231-9, II du règlement général de l'AMF :

- l'Offre sera caduque si, à l'issue de la première période d'offre, l'Initiateur ne détient pas au moins 50% du capital ou des droits de vote de la Société ;
- l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'à la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre dans l'hypothèse où moins de 67% du capital social et des droits de vote de la Société seraient apportés à l'Offre.

2.3. Périmètre de l'Offre

Le capital et les droits de vote (« **DDV** ») de la Société à la date du dépôt de l'Offre se répartissent comme suit :

Répartition du capital

Actionnaires	Nombre d'Actions	% détention	DDV théoriques	% DDV
Anchorage Group	1 249 312 849	24,91%	1 249 312 849	24,90%
Attestor Limited	641 514 896	12,79%	641 514 896	12,79%
Marathon Management	539 774 396	10,76%	539 774 396	10,76%
Centerbridge Partners	310 616 449	6,19%	310 616 449	6,19%
Diameter Partners	260 738 525	5,20%	260 738 525	5,20%
Carval Investors	254 574 218	5,08%	254 574 218	5,07%
Syquant Capital	177 323 400	3,54%	177 323 400	3,53%
Fonds Engagés	*3 433 854 733*	*68,46%*	*3 433 854 733*	*68,45%*
Autodetention	8 598 928	0,17%	8 598 928	0,17%
FCPE Europcar	958 566	0,02%	958 566	0,02%
Autres	1 572 227 854	31,35%	1 573 264 401	31,36%
Total	5 015 640 081	100,00%	5 016 676 628	100,00%

Source : Europcar

[30] Projet de Note d'Information, § 1.2.6 « Motifs de l'Offre ».

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions émises[31], à l'exception des 8.598.928 Actions auto-détenues, soit un nombre maximum de 5.007.041.153 Actions ;

- les Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'acquisition définitive et de la remise des Actions résultant des programmes d'Attribution Gratuites d'Actions en 2018 (« **AGA 2018** ») et en 2019 (« **AGA 2019** »), soit un nombre maximum de 883.601 Actions (§ 7.3.3), étant précisé qu'aux termes du TOA exposé *infra* (§ 2.4), les Actions gratuites qui ne pourront pas être apportées à l'Offre à raison d'une indisponibilité ou d'une obligation de conservation feront l'objet d'accords de liquidité ;

soit au total sur 5.007.924.754 Actions.

À ce jour, il n'a pas été recensé d'instrument financier ou de droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les AGA 2018 qui seront définitivement acquises mais demeureront soumises à une période de conservation à la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, et les AGA 2019 qui ne seront pas définitivement acquises avant la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte (les « **AGA Non Cessibles** ») (§ 7.3.3).

2.4. Accords préalables à l'Offre

À la date de l'annonce de l'Offre le 28 juillet 2021 :

- les membres du Consortium et l'Initiateur ont conclu un accord intitulé *Transaction framework agreement* (« **TFA** »), aux termes duquel il est prévu que les membres du Consortium concluent, lorsqu'ils seront devenus co-actionnaires de l'Initiateur (§ 2.1.2) et dans les conditions prévues par le TFA, un pacte d'actionnaires régissant leurs relations au sein de l'Initiateur (le « **Pacte d'Actionnaires** »). Le TFA a été complété par voie d'avenant (l' « **Avenant au TFA** ») ;

- l'Initiateur, les membres du Consortium et la Société ont conclu un accord intitulé *Tender offer support agreement* (« **TOA** »), aux termes duquel les membres du Consortium, par l'intermédiaire de l'Initiateur dont ils ont vocation à détenir le capital (§ 2.1.2), initieront l'Offre au Prix de l'Offre assorti de l'éventuel Complément de Prix. Le TOA a été complété par voie d'avenant (l'« **Avenant au TOA** »).

Le TOA et l'Avenant au TOA stipulent également :

- l'engagement de l'Initiateur de proposer des accords de liquidité aux bénéficiaires d'Actions gratuites qui ne pourraient pas être apportées à l'Offre à raison d'une indisponibilité ou d'une obligation de conservation, et ce à des conditions financières en ligne avec le Prix de l'Offre (le « **Contrat de Liquidité** ») (§ 2.3 et § 7.3.3) ;
- la mise en œuvre, au bénéfice de certains salariés et dirigeants de la Société, de deux types de rémunération exceptionnelle, d'une part, et d'un plan d'intéressement en numéraire, d'autre part (§ 7.3.2) .

[31] À ce jour, l'Initiateur ne détient aucune action de la Société.

Comme mentionné dans les Communiqués et le Projet de Note d'Information[32], l'Initiateur, Volkswagen, Attestor et Pon, d'une part, et certains actionnaires de la Société (les « **Fonds Engagés**[33] », d'autre part, ont en outre conclu des accords aux termes desquels chacun des Fonds Engagés a pris l'engagement d'apporter à l'Offre toutes les Actions qu'il détient au 28 juillet 2021. Attestor réinvestira le produit de son apport à l'Offre au capital de l'Initiateur (§ 7.1).

2.5. Ajustement de Prix[34]

Si, dans les 12 mois suivant la date de règlement-livraison de l'Offre[35], l'Initiateur[36] dépose auprès de l'AMF une ou plusieurs offres publiques (y compris une offre publique simplifiée ou une offre publique de retrait suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire) (l'« **Offre Publique Subséquente** » ou les « **Offres Publiques Subséquentes** »), à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre un complément de prix d'un montant égal à la différence positive entre le prix par action de l'Offre Publique Subséquente et le Prix de l'Offre, multipliée par le nombre d'Actions apportées par l'actionnaire concerné à l'Offre à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Si plus d'une Offre Publique Subséquente est mise en œuvre par l'Initiateur, à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre, ou si le prix par Action est augmenté dans le cadre de cette Offre Publique Subséquente, l'Ajustement de Prix que l'Initiateur devra verser sera établi en fonction du prix par Action le plus élevé offert dans le cadre des Offres Publiques Subséquentes.

Si l'Offre Publique Subséquente est une offre publique d'échange, la valeur offerte aux actionnaires de la Société à laquelle le Prix de l'Offre sera comparé, sera déterminée par référence au cours de l'action des titres offerts en échange des Actions à la fin du dernier jour de bourse précédant le dépôt auprès de l'AMF de cette Offre Publique Subséquente.

2.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire[37]

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de 10 jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire portant sur les Actions, si le nombre d'Actions non apportées à l'Offre ne représente pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. Dans ce cas, le retrait obligatoire portera sur les Actions de la Société autres que celles détenues par l'Initiateur, les AGA Non Cessibles et les actions auto-détenues ; les actionnaires concernés recevraient alors une indemnisation au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société de la cote.

---

[32] Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Contexte ».

[33] Attestor, Anchorage, Carval, Centerbridge, Diameter, Marathon, Monarch ; Monarch a depuis lors transféré l'ensemble de ses 177.323.400 Actions au fonds Syquant Capital qui, par un engagement d'apport, s'est engagé à apporter ses Actions à l'Offre selon les mêmes termes que les Fonds Engagés.

[34] Projet de Note d'Information, § 2.2 « Ajustement de prix ».

[35] Ou la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte si l'Offre fait l'objet d'une réouverture.

[36] Ou l'un de ses affiliés c'est-à-dire (i) toute personne ou entité contrôlée par lui, le contrôlant ou se trouvant sous contrôle commun avec lui, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, (ii) toute personne ou entité contrôlée par l'un des membres du Consortium, contrôlant l'un des membres du Consortium ou se trouvant sous contrôle commun avec l'un des membres du Consortium, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce et (iii) toute partie agissant de concert avec l'Initiateur et/ou un ou plusieurs membres du Consortium.

[37] Projet de Note d'Information, § 1.3.6 « Intentions en matière de retrait obligatoire ».

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer une offre publique de retrait auprès de l'AMF, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire des Actions qu'il ne détient pas directement ou indirectement, ou de concert, à cette date. L'Initiateur pourra, dans ce cas, augmenter sa participation dans le capital de la Société à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions législatives et réglementaires applicables.

2.7. Financement de l'Offre

Le coût maximum de l'Offre pour l'Initiateur est de l'ordre de 2,5 Md€[38].

L'Offre sera financée intégralement par l'Initiateur sur ses fonds propres.

2.8. Accords et Opérations Connexes

L'Offre est assortie d'Accords et Opérations Connexes, décrits et analysés *infra* (§ 7).

2.9. Gains économiques liés à l'Offre

Le Projet de Note d'Information[39] précise que Volkswagen et la Société échangeront à l'issue du rapprochement objet de l'Offre à des conditions de marché (« *arm's length* ») ; dès lors l'Initiateur n'en attend pas de synergies opérationnelles. En revanche, la Société pourrait bénéficier de synergies financières du fait du profil de Volkswagen (§ 4.10).

[38] Sur la base indicative de 5.007.041.153 Actions émises hors Actions auto-détenues et de 883.601 Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (§ 2.3), soit au total 5.007.924.754 Actions x [Prix de l'Offre : 0,50 € majoré du Complément de Prix : 0,01 €] (hors frais et commissions).
[39] Projet de Note d'Information, § 1.3.2 « Synergies - Bénéfices économiques ».

3. Présentation sectorielle et du Groupe

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action, à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché.

3.1. Principales caractéristiques du secteur de la location de véhicules de courte durée[40]

La location de courte durée, qui représente l'essentiel de l'activité du Groupe, est un service payant de mise à disposition d'un véhicule pour une durée inférieure à un an, incluant l'autopartage.

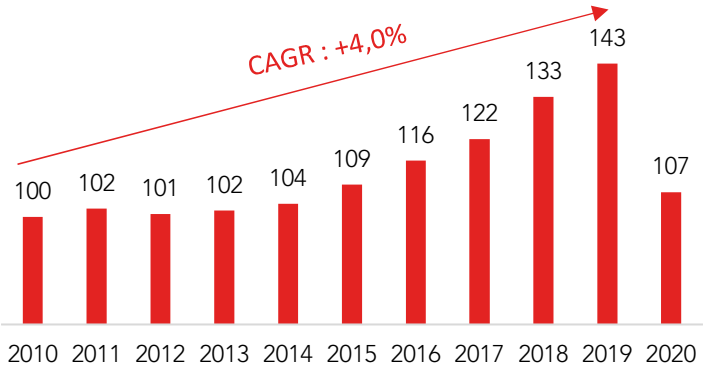
3.1.1. Situation du marché avant la crise sanitaire

Notre analyse sectorielle se concentre sur les caractéristiques des marchés de la location de véhicules de courte durée et de l'autopartage sur lequel Europcar est positionné :

- la **location de véhicules de courte durée** est un service payant par lequel un loueur, pour un voyage ou un besoin occasionnel et pour une durée inférieure à un an, met un véhicule à la disposition d'une clientèle professionnelle ou de loisirs ;
- l'**autopartage** est une forme de location de courte durée qui s'est développée avec l'émergence du numérique, et propose un fonctionnement disruptif par rapport à la location traditionnelle, englobant la location de voitures en libre services BtoB et BtoC ainsi que la location entre particuliers.

Le marché français de la location de courte durée a connu une croissance constante de 4,0% par an sur la période 2010 à 2019 et représentait environ 3 Md€ en 2019.

Évolution du chiffre d'affaires en France sur la période 2010 à 2020 (base 100)



Source : Xerfi « location courte durée de véhicules et autopartage » 2021.

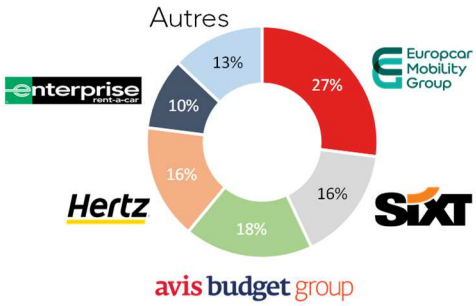
[40] Source : documentation sectorielle recensée en **Annexe 5**.

L'évolution du secteur de la location de véhicules de courte durée en France, jusqu'à la survenance de la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 (la « **Crise Sanitaire** »), s'inscrit dans un contexte de croissance économique et de développement du tourisme au niveau mondial, illustré par :

- une croissance constante de 3,9% entre 2012 et 2019 du trafic aérien de passagers en France ;
- une évolution favorable du nombre de séjours en France pour motifs personnels des touristes étrangers (+1,5% par an sur la période 2012 à 2019), contrebalancée par une évolution plus contrastée du nombre de séjours en France pour motifs personnels des Français (-0,6% par an sur la période 2012 à 2019) ;
- un nombre de voyages d'affaires en croissance annuelle de 3,0% sur la période 2012 à 2019.

Au niveau européen, le marché de la location de courte durée et de l'autopartage s'avère particulièrement concentré, cinq acteurs seulement en détenant environ 87%.

Répartition des parts de marché en Europe de l'Ouest au titre de l'année 2019 (%)



Source : Statistiques Euromonitor 2019

Les leaders internationaux dominent le segment de la location de véhicules de courte durée, en dépit de l'émergence de nouveaux acteurs tels que les groupes de la grande distribution et les constructeurs automobiles, qui s'est traduite par une pression sur les prix.

Dans ce paysage compétitif, les acteurs historiques se situent dans une phase de transition, d'une position de loueurs de véhicules vers celle de fournisseur de services de mobilité, sous l'effet d'importantes transformations digitales visant à améliorer l'expertise client. Sixt a été le pionnier dans cette transition en concentrant ses efforts sur les nouvelles formes de mobilité telles que la solution Sixt+, abonnement de location de voiture plus flexible que les formules locatives traditionnelles.

L'émergence de l'économie collaborative et numérique a entraîné l'essor de l'autopartage où des *start-up* comme Getaround (ex-Drivy) ou Communauto, qui en ont été pionnières, se sont spécialisées. D'autres acteurs (Ubeeqo, Ouicar…) ont été rachetés par des opérateurs historiques.

Les constructeurs automobiles (Renault, Stellantis, Daimler,...) ont également lancé leurs propres services autour de la mobilité, qui est un des axes de leur développement.

3.1.2. Organisation des acteurs de la location de véhicules de courte durée

Les acteurs historiques de la location de véhicules de courte durée proposent leurs services au travers :

- des succursales qu'ils détiennent en propre ;
- des franchisés, entités indépendantes liées au réseau de la marque par un contrat de franchise ;
- des correspondants rémunérés à la commission ;
- des centres d'appels ;
- des plateformes digitales[41].

D'une manière générale, la structure de coûts intègre des coûts spécifiques à la flotte (coûts de location ou d'amortissement de la flotte[42], coûts d'exploitation et d'entretien), des coûts de commercialisation relatifs au réseau et des coûts de marketing.

Les investissements, hors flotte, s'inscrivent dans le processus de transformation digitale du secteur[43], qui tout en répondant à une attente des clients, a vocation à améliorer ou au moins maintenir le niveau de rentabilité.

Si ces coûts sont en grande partie proportionnels ou modulables en fonction de l'activité[44], d'autres demeurent fixes.

3.1.3. Impact de la Crise Sanitaire et nouveaux enjeux de la mobilité

La Crise Sanitaire a affecté l'ensemble des activités liées au tourisme et provoqué une chute drastique des réservations de locations de voitures et du trafic aérien, conséquence des mesures de confinement imposées par les gouvernements au niveau mondial. En France, le chiffre d'affaires des loueurs de véhicules de courte durée a baissé de plus de 25% en 2020.

Pour faire face à la Crise Sanitaire, les acteurs ont lancé des programmes de réduction de coûts en contractant massivement leur flotte de véhicules (environ 20%), et ont accéléré leur stratégie axée sur la digitalisation et la diversification de leurs offres de services (autopartage, services de voitures avec chauffeur,…).

Le marché de la mobilité urbaine reste encore un marché de niche par rapport à celui de la location de courte durée, mais devrait connaître une croissance annuelle trois fois supérieure à celle de la location de véhicules ; la frontière entre les services proposés entre ces deux concepts de location tend à se restreindre.

---

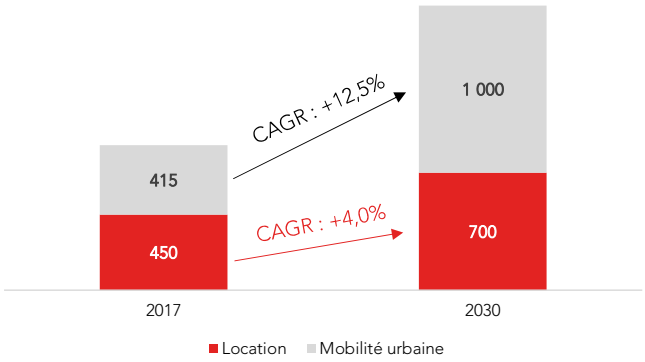
[41] Directes *via* le site du Groupe ou indirectes *via* des plateformes de mise en relation.

[42] Les acteurs européens de la location de courte durée optent majoritairement pour un modèle de *buy-back* par lequel les constructeurs automobiles s'engagent à reprendre les véhicules à un prix et à une échéance dont les modalités sont fixées à l'avance. La part résiduelle du parc de véhicules est acquise *at-risk*, le loueur réalisant directement l'acquisition des véhicules et les revendant, à l'issue de leur période d'utilisation, sur le marché de l'occasion, en supportant le risque sur le prix de vente.

[43] Notamment du « parcours clients » ou de gestion de la flotte.

[44] Une part importante des coûts a ainsi pu être massivement réduite en période de Crise Sanitaire (§ 3.1.3).

Prévisions du chiffre d'affaires du marché au niveau mondial de la location de véhicules et de la mobilité urbaine (Md€)



Source: Europcar Mobility Group, Capital Market Day 2019.

La Crise Sanitaire a, en outre, marqué l'arrêt du cycle baissier sur les prix. Les tarifs de location sont en effet repartis à la hausse en raison d'une offre limitée ne pouvant pas s'ajuster à l'augmentation de la demande actuelle pour les raisons suivantes :

- comme indiqué ci-avant, les acteurs du secteur de la location de véhicules ont réduit fortement leur flotte de véhicules en 2020, et n'ont pas encore reconstitué leur niveau de flotte historique ;

- ce phénomène a été accentué par la pénurie mondiale de semiconducteurs nécessaires à la fabrication de véhicules, réduisant la disponibilité de véhicules neufs.

Ainsi, du fait de cette pénurie, les acteurs présents aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui utilisent principalement le mode de détention *at-risk*[45], ont profité de la hausse des prix sur le marché secondaire.

Avec un rebond de l'activité d'environ 20% prévu en 2021, porté par la reprise du tourisme, les perspectives pour 2021 sont donc encourageantes et sous-tendues par la flexibilisation et la digitalisation de l'offre, ainsi que la poursuite du développement de solutions d'autopartage. Ce niveau d'activité restera néanmoins inférieur par rapport à celui de 2019.

Compte tenu de l'ensemble de ces paramètres conjoncturels, il ne peut être considéré que les conditions tarifaires actuelles seront pérennes. Les projections tarifaires sont donc délicates.

[45] À la différence du modèle *buy-back* fondé sur la reprise du véhicule par le constructeur automobile, le modèle *at-risk* nécessite la revente du véhicule détenu en propre sur un marché secondaire (§ 3.1.2).

3.1.4. Perspectives de reprise

Sur la base d'une étude réalisée par un cabinet de stratégie sur le marché de la location de véhicules de courte durée à l'horizon 2025[46], auquel le Consortium s'est référé dans la préparation de son plan d'affaires pour Europcar :

- une reprise de l'activité permettrait de retrouver en 2025 un marché de taille proche ou équivalente à celle de 2019, le changement des habitudes de voyage des particuliers compensant un tassement de la clientèle professionnelle ;
- en cas de menace durable de la Crise Sanitaire, la capacité de rebond du marché serait limitée ; sa taille resterait en 2025 inférieure d'environ 15% à celle de 2019 ;
- l'optimisme prévaut toujours dans ce secteur, en capacité de saisir des opportunités et de déployer de nouvelles offres de mobilité.

Nous avons apprécié les prévisions à moyen terme du Groupe à l'aune de ces perspectives (§ 4.4.4).

3.2. Plan stratégique « New Auto » de Volkswagen

Le nouveau plan stratégique à l'horizon 2030 intitulé « New Auto » du groupe Volkswagen, présenté le 13 juillet 2021, le projette dans une transition vers un groupe de mobilité axée sur le digital[47]. L'enjeu de la mobilité constitue en effet l'un des quatre piliers[48] de *New Auto*, en lien direct avec l'activité d'Europcar et la finalité de l'Offre (§ 2.2), qui s'inscrit dans les projets de partenariats et de croissance externe évoqués dans ce plan.

D'ici à 2030, Volkswagen prévoit de disposer de systèmes capables de gérer des flottes de navettes autonomes, d'en posséder certaines et d'élargir son offre de services de mobilité ; à cet horizon, le marché total de la mobilité en Europe, en tant que « service client »[49], devrait s'élever à 70 Md$[50].

La transformation digitale de Volkswagen vise une mutualisation technologique entre ses différentes activités[51], pour lui permettre de réaliser des synergies. L'objectif est qu'une seule offre intègre l'ensemble des solutions, et qu'une seule flotte de véhicules couvre tous les services, de la location aux abonnements, en passant par le partage et le covoiturage.

[46] Bain & Company , « RaC Market development 2021 and until 2025 », 28 avril 2021.
[47] « Value creation, New Auto – Mobility for generations to come, 13 July 2021.
[48] Passage à l'électrique, Transformation digitale, Batteries et recharge, Solutions de mobilité.
[49] Synonyme de rapidité, d'expérience client, de connectivité.
[50] Source : Bain & Company, *Ibid.*
[51] La chaîne de valeur se compose de quatre domaines d'activité : le système de conduite autonome, son intégration dans les véhicules, la gestion de la flotte et la plateforme de mobilité.

3.3. Principales caractéristiques du Groupe

3.3.1. Positionnement du Groupe sur son secteur

Créé en 1949 par Raoul-Louis Mattei, Europcar Mobility Group offre des prestations de services de location de voitures à l'échelle mondiale. Le Groupe répond aux besoins d'une clientèle de loisirs et d'affaires de location de courte durée de voitures de tourisme et d'utilitaires.

Historiquement, le Groupe était organisé autour de cinq *business units* :

- Cars : division historique destinée à une clientèle de loisirs et d'affaires offrant une large gamme de véhicules dans tous les pays d'implantation du Groupe. Cette division est connue sous les marques Europcar et Buchbinder ainsi que Eco Rent a Car et Shouqi Car Rental par le biais de partenariats ;

- Low-Cost : division assurant une offre de véhicules économiques dans les principaux lieux touristiques en Europe, sous les marques Goldcar, Fox Rent a Car et InterRent ;

- Vans & Trucks : division dédiée à la location de véhicules utilitaires sous les marques Europcar et Buchbinder ;

- Urban Mobility : division regroupant les nouvelles solutions de mobilités du Groupe[52] telles que l'autopartage en boucle et la location de *Private Hire Vehicle*[53] ; ces formules sont notamment proposées sur des plateformes internet au travers des marques Ubeeqo, E-Car Club et Bluemove ;

- International Coverage : division visant à développer les solutions de mobilité du Groupe au niveau mondial.

Afin de mieux répondre aux cas d'usage de la mobilité et d'accélérer la digitalisation, le Groupe a mis en place, à partir du 1er janvier 2021 dans le cadre du programme stratégique *Connect*[54], une nouvelle organisation de ses métiers par *services lines* :

- Cars & Autres, qui regroupe les divisions *Cars*, *Low-Cost*, *Urban Mobility* et *International Coverage* se subdivise en trois segments :
  - Loisirs : ce segment est dédié à une clientèle de loisirs et de voyages dont les attentes sont axées sur la compétitivité et la rapidité de services ;
  - Professionnels : ce segment permet d'assurer la gestion des prestations de mobilité dans le cadre d'opérations planifiées et contractuelles d'une clientèle professionnelle (véhicules de remplacement, voyages d'affaires, véhicules de flotte d'entreprise, mobilité locale pour entreprise,…). Cette offre, qui repose sur un réseau de distribution international, doit conjuguer flexibilité et qualité pour assurer un haut niveau de service à la clientèle ;

[52] L'activité B2B *ride-hailing* a été cédée en début d'année.
[53] Location de véhicules à des chauffeurs de type « Uber ».
[54] Le plan de transformation *Connect* a été mis en place depuis juin 2020 ; il vise à faire d'Europcar un acteur majeur de la mobilité flexible par le biais de la digitalisation (redéfinition des services de mobilité ainsi que du modèle de réseau et de son empreinte géographique, nouvelle plateforme technologique en support à la digitalisation) et s'inscrit à la suite de la Restructuration. Ce plan sous-tend le plan d'affaires de la Société (§ 4.4.4).

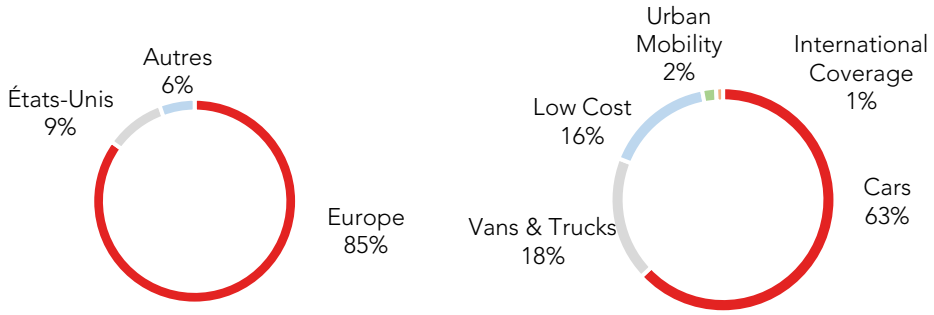
- **Proximité** : ce segment propose des solutions optimisant l'accessibilité du service et facilitant une consommation à la demande. Le principal cas d'usage est la mobilité locale et le substitut à la voiture individuelle.

- **Vans & Trucks,** qui continue d'opérer en proposant une offre de location de véhicules utilitaires.

La digitalisation du Groupe constitue un enjeu pour compenser le retard pris dans la digitalisation du parcours client par rapport à certains de ses concurrents. Nous comprenons que les efforts déjà entrepris dans ce domaine devront se poursuivre.

L'activité du Groupe est essentiellement réalisée en Europe, qui représente le premier marché avec 85% du chiffre d'affaires au titre de l'exercice 2020, généré principalement en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. Sa présence aux États-Unis reste plus marginale avec une position de *challenger*.

Répartition du chiffre d'affaires 2020 par *business unit*[55] et par zone géographique



Source : Europcar Mobility Group, Document d'Enregistrement Universel 2020

L'activité du Groupe est saisonnière, notamment pour la clientèle de particuliers qui a une demande forte sur la période estivale et pendant les périodes de vacances.

Le réseau du Groupe repose sur différents modèles d'exploitation[56] :

- l'exploitation directe par le Groupe (1.275 agences de location) ou par un agent (546 agences de location) ;

- l'exploitation par un franchisé (1.732 agences de location) ;

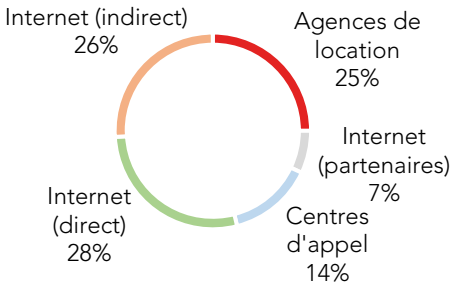
- des accords de coopération commerciale et des accords de représentation commerciale.

Le réseau d'agences de location se situe dans les aéroports[57] et les grandes plateformes de transport telles que les gares ferroviaires, les centres urbains et suburbains, les hôtels, les centres de villégiature et les immeubles de bureaux.

[55] Près des deux tiers de l'activité a été réalisée sur le segment Cars en 2020, en recul de 9% par rapport à 2019. Pour mémoire, les activités *Cars* et *Low Cost* représentaient respectivement 71% et 14% du chiffre d'affaires 2019 du Groupe.
[56] Données au 31 décembre 2020.
[57] À fin 2020, le nombre d'agences de location se répartit à proportion de 17% dans les aéroports et de 83% hors aéroports.

Europcar propose ses différents services à travers plusieurs canaux de distribution :

Répartition des réservations par canal de distribution

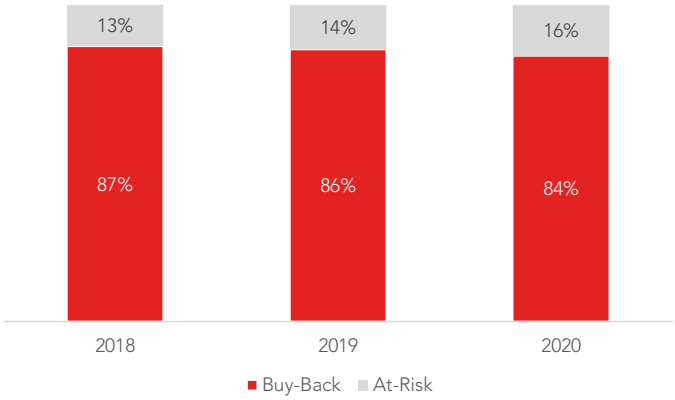


Source : Europcar Mobility Group, Document d'Enregistrement Universel 2020

Pour l'acquisition de sa flotte de véhicules, le Groupe utilise principalement le modèle de *buy-back* par lequel les constructeurs automobiles s'engagent à reprendre les véhicules à un prix et à une échéance conclus à l'avance.

Le reste de la flotte de véhicules est détenu en propre, suivant le modèle *at-risk*, qui nécessite de revendre les véhicules sur un marché secondaire (§ 3.1.2).

Répartition de la flotte de véhicule [58]



Source : Europcar Mobility Group, Document d'Enregistrement Universel 2020

Historiquement, l'acquisition des véhicules en *buy-back*, qui a toujours été favorisée par le Groupe, représente plus de 84% du financement de la flotte. En 2020, le Groupe a profité de la flexibilité offerte par ce modèle pour adapter la taille de sa flotte en fonction de la baisse d'activité provoquée par la Crise Sanitaire (§ 3.1.2 et § 3.1.3).

La flotte du Groupe est diversifiée en termes de livraison par constructeur, Volkwagen en représentant cependant plus du tiers à fin 2020[59].

Au 31 décembre 2020, Europcar employait 8.860 collaborateurs permanents[60] répartis dans 21 pays[61].

[58] La répartition s'effectue sur la base du flux d'achats de véhicules réalisé dans l'année.
[59] DEU 2020 Europcar Mobility Group, p. 57.
[60] Le Groupe a par ailleurs eu recours à 3.347 saisonniers.
[61] DEU 2020 Europcar Mobility Group, p. 9 et p. 54.

3.3.2. Facteurs historiques de croissance et de développement du Groupe[62]

Le développement du Groupe résulte d'opérations de croissance externe, qui mettent en exergue une volonté d'expansion internationale et de recherche de relais de croissance :

[62] Informations issues des rapports financiers annuels publiés par le Groupe.

3.4. Restructuration du Groupe

Comme ses concurrents historiques, le Groupe a été affecté par la Crise Sanitaire qui a mis un coup d'arrêt à son activité et à celle du secteur.

Le 7 septembre 2020, le Groupe a annoncé son intention d'engager des discussions avec les créanciers de sa dette *corporate* en vue de procéder à une restructuration financière (la « **Restructuration** »), tout en accélérant la mise en œuvre du Plan *Connect* (§ 3.3.1).

Le 26 novembre 2020, le Groupe a conclu un accord de principe sur un plan de restructuration financière avec un groupe significatif de créanciers dits « *cross-holders* »[63].

La Restructuration se décomposait en trois volets :

- la réduction de l'endettement *Corporate* à concurrence de 1,1 Md€ par une conversion en capital de dette financière[64], sur la base d'un prix de conversion de 0,38 € par Action ;
- l'apport de nouvelles liquidités à hauteur :
  - d'un montant total de 250 M€[65] réalisé au travers de deux augmentations de capital effectuées sur la base d'un prix de l'Action de 0,19 € ;
  - d'un montant de 225 M€ pour le financement de la flotte ;
- le refinancement de la dette financière[66].

À l'issue de ces opérations, les créanciers détiennent une part importante du capital de la Société.

Le 20 janvier 2021, l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires d'Europcar a approuvé les conditions de la Restructuration et les opérations de capital, ainsi que la nouvelle forme de gouvernance[67] de la Société qui s'est dotée d'une structure avec un conseil d'administration, en remplacement de la précédente structure duale constituée d'un directoire et d'un conseil de surveillance.

Le 26 février 2021, le Groupe a annoncé la finalisation de la Restructuration.

Suite à la Restructuration, la dette du Groupe est désormais notée CCC+ sous surveillance avec implications positives par S&P et Caa2 avec une perspective positive par Moodys[68].

[63] Anchorage Capital Group, L.L.C, Attestor Limited, Diameter Capital Partners LP, King Street Capital Management, L.P. et Marathon Asset Management, L.P.
[64] Obligations Senior 2024, Obligations Senior 2026 et Facilité Crédit Suisse.
[65] 50 M€ d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription et 200 M€ d'augmentation de capital réservée.
[66] Refinancement du RCF par un *Term Loan B* d'un montant de 500 M€ et d'un nouveau RCF d'un montant de 170 M€.
[67] La nouvelle structure de gouvernance est entrée en vigueur le 26 février 2021.
[68] Il s'agit de la notation financière relative à la Dette Financière *Corporate*.

3.5. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données chiffrées, ci-après, sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Dans le cadre du programme stratégique *Connect* et de la nouvelle organisation mise en œuvre pour le déployer, le Groupe a instauré en 2021 un nouveau format de *reporting* financier afin de faciliter la lecture de la performance des segments *Cars et Autres* et *Vans & Trucks*[69] (§ 3.3.1).

Les performances du Groupe de 2016 à 2020[70], en termes de chiffre d'affaires (§ 3.5.1.1) et de profitabilité opérationnelle (§ 3.5.1.2), ainsi que sa structure bilancielle au 30 juin 2021 (§ 3.5.2), sont présentées ci-après.

3.5.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité du Groupe, exprimées en chiffre d'affaires (produits des activités ordinaires), Résultat Opérationnel Courant (ROC) et Résultat Opérationnel (EBIT[71]), ont connu l'évolution suivante au cours des cinq derniers exercices :

Compte de résultat

M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	juin-21
Chiffre d'affaires	**2 150,8**	**2 411,7**	**2 929,3**	**3 022,4**	**1 760,9**	**841,9**
Coûts de détention de la flotte de véhicules	(536,3)	(605,4)	(763,0)	(805,5)	(632,9)	(249,6)
Coûts liés à l'exploitation et autres charges liées à la flotte de véhicules	(753,3)	(841,9)	(990,3)	(1 006,5)	(653,4)	(309,5)
Charges de personnel	(339,2)	(404,7)	(500,3)	(522,3)	(379,9)	(184,3)
Frais généraux du siège et du réseau	(215,9)	(250,0)	(294,3)	(240,9)	(194,1)	(90,0)
Dotations aux ammortissements et dépréciations hors flotte	(32,3)	(29,9)	(44,4)	(151,5)	(153,4)	(68,3)
Autres produits	9,7	14,2	11,8	12,0	0,4	1,9
Résultat opérationnel courant	***283,5***	***293,9***	***348,7***	***307,6***	***(252,3)***	***(58,0)***
% du chiffre d'affaires	*13,2%*	*12,2%*	*11,9%*	*10,2%*	*(14,3%)*	*(6,9%)*
Dépréciations d'actifs non-courants	-	-	-	-	(132,6)	-
Autres produits et charges opérationnels	(20,7)	(70,7)	20,4	(58,2)	(115,5)	(32,1)
Résultat opérationnel	***262,8***	***223,2***	***369,1***	***249,4***	***(500,4)***	***(90,0)***
% du chiffre d'affaires	*12,2%*	*9,3%*	*12,6%*	*8,3%*	*(28,4%)*	*(10,7%)*
Coût de l'endettement financier net lié à la flotte de véhicules	(62,0)	(59,9)	(65,8)	(70,5)	(73,0)	(35,2)
Coût de l'endettement financier net lié aux autres emprunts	(32,2)	(41,3)	(64,4)	(77,5)	(75,8)	(26,6)
Autres charges financières nettes	(26,9)	(39,5)	(46,2)	(38,9)	(36,4)	20,2
Résultat avant impôts	***141,7***	***82,6***	***192,7***	***62,5***	***(685,6)***	***(131,5)***
% du chiffre d'affaires	*6,6%*	*3,4%*	*6,6%*	*2,1%*	*(38,9%)*	*(15,6%)*
Impôt sur le résultat	(6,6)	(13,4)	(52,0)	(32,9)	40,9	8,8
Résultat net consolidé	***119,3***	***61,1***	***139,4***	***29,6***	***(644,8)***	***(122,8)***
% du chiffre d'affaires	*5,5%*	*2,5%*	*4,8%*	*1,0%*	*(36,6%)*	*(14,6%)*

Source : Rapports financiers

[69] Rapport financier semestriel 2021, Note 4.1 « Information sur les secteurs », pp. 32-33.
[70] Compte tenu de la saisonnalité de l'activité du Groupe, nous ne présentons pas les agrégats du premier semestre 2021 dans les graphes ci-après.
[71] *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

Le passage entre l'EBITDA[72] consolidé ajusté, qui représente la performance opérationnelle sous-jacente des activités du Groupe et le résultat opérationnel courant, s'analyse comme suit :

Corporate EBITDA Ajusté

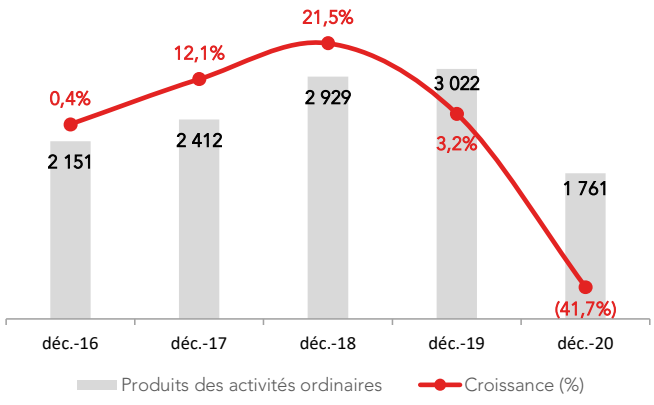
M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19*	déc.-20	juin-21
EBITDA consolidé ajusté	***754,5***	***821,1***	***1 027,8***	***1 128,5***	***419,8***	***206,9***
Dépréciation de la flotte (IFRS)	*(181,9)*	*(213,0)*	*(295,4)*	*(613,1)*	*(471,9)*	*(107,9)*
Dépréciation de la flotte incluse dans les contrats de location simple	(209,3)	(237,1)	(284,2)	(6,5)	(8,2)	(77,2)
Dépréciation de la flotte totale	***(391,2)***	***(450,0)***	***(579,6)***	***(619,6)***	***(480,1)***	***(185,1)***
Intérêts estimés inclus dans les loyers de locations simples	(47,5)	(47,3)	(55,2)	(52,4)	(38,7)	(11,4)
Charges financières relatives à la flotte	(62,0)	(59,9)	(65,8)	(67,9)	(73,0)	(35,2)
Charges financières relatives à la flotte	***(109,5)***	***(107,2)***	***(121,0)***	***(120,2)***	***(111,8)***	***(46,6)***
Corporate EBITDA Ajusté	***253,9***	***263,8***	***327,3***	***388,7***	***(172,0)***	***(24,8)***
% du chiffre d'affaires	*11,8%*	*10,9%*	*11,2%*	*12,9%*	*(9,8%)*	*(2,9%)*
Dotations aux amortissements	(32,3)	(29,9)	(44,4)	(151,5)	(153,4)	(68,4)
Extourne des charges financières relatives à la flotte	62,0	59,9	65,8	70,4	73,0	35,2
Extourne des intérêts estimés inclus dans les loyers de locations simples	47,5	47,3	55,2	52,4	38,7	11,4
Résultat opérationnel courant ajusté	***331,0***	***341,2***	***403,9***	***359,9***	***(213,6)***	***(46,6)***
Intérêts estimés inclus dans les loyers de locations simples	(47,5)	(47,3)	(55,2)	(52,4)	(38,7)	(11,4)
Résultat opérationnel courant	***283,5***	***293,9***	***348,7***	***307,6***	***(252,3)***	***(58,0)***
% du chiffre d'affaires	*13,2%*	*12,2%*	*11,9%*	*10,2%*	*(14,3%)*	*(6,9%)*

*A compter de 2019 les chiffres présentés sont après application de la norme IFRS 16.
Source : Rapports financiers

3.5.1.1. Chiffre d'affaires

Sur la période 2016 à 2019, le chiffre d'affaires du Groupe a enregistré une croissance moyenne annualisée (« CAGR ») de 12%, qui devient négative à concurrence de -5% en tenant compte de l'exercice 2020 :

Évolution du chiffre d'affaires (M€)



Source : Rapports financiers annuels

Le développement du Groupe a été favorisé par un recours significatif à la croissance externe, l'exercice 2020 constituant un niveau historiquement bas en raison de la Crise Sanitaire.

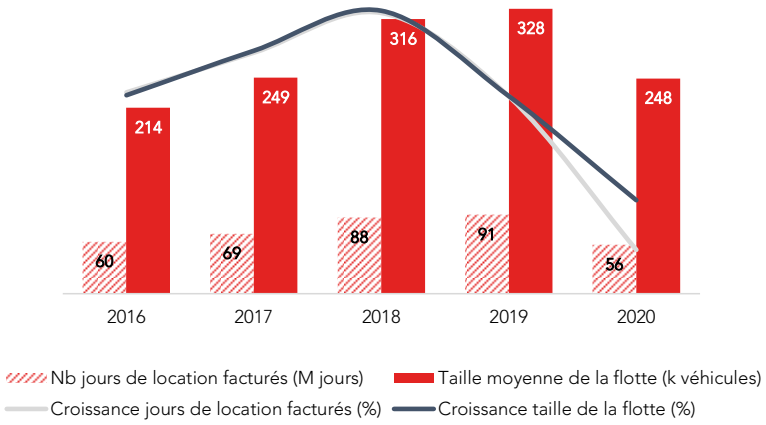
À partir de 2017, le Groupe s'est structuré autour de cinq *business units* afin d'améliorer sa lisibilité et accélérer sa stratégie de croissance externe orientée sur l'expansion internationale et le renforcement du concept de ligne de service (§ 3.3.1).

[72] *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization.*

Depuis 2016, le Groupe a procédé à une dizaine d'acquisitions dans la location de véhicules (§ 3.3.2), principalement dans les segments *Low Cost* et *Vans & Trucks*. Les acquisitions des sociétés Goldcar et Buchbinder en 2017 et de Fox Rent en 2019 sont à l'origine de la forte progression du chiffre d'affaires global ainsi que de l'accroissement de la contribution des segments *Low Cost* (14% en 2019 *versus* 4% en 2016) et *Vans & Trucks* (12% en 2019 *versus* 10% en 2016).

La différence de dynamique de croissance jusqu'en 2019 entre la flotte de véhicules (CAGR 2016-2019 de 15,3%) et le chiffre d'affaires (CAGR 2016-2019 de 12,0%) provient de l'augmentation de la contribution de la *business unit* « *Low Cost* », qui par nature génère un revenu par jour plus faible que les autres segments.

Évolution de la flotte et du nombre de jours de location facturés



Source : Rapports financiers annuels

Comme illustré ci-dessus :

- sur la période 2016 à 2019, la taille moyenne de la flotte de véhicules a enregistré une croissance moyenne annuelle de 15% avec une répartition entre véhicules de tourisme et véhicules utilitaires relativement constante (respectivement 87% et 13% en moyenne) ;
- à l'exception de l'exercice 2020[73], le nombre de jours de location facturés a évolué proportionnellement à la taille moyenne de la flotte de véhicules.

En 2020, le Groupe a accusé un repli sur l'ensemble des zones géographiques et des activités, avec un chiffre d'affaires en baisse de 42% du fait :

- de la fermeture d'une grande partie des frontières, qui a entraîné une diminution drastique du nombre de touristes internationaux ainsi que des voyageurs d'affaires ;
- des confinements successifs ayant impacté les revenus de la clientèle domestique ;
- des évolutions imprévisibles et brutales de la situation sanitaire et économique qui ont accentué la difficulté de pilotage du Groupe à l'échelle internationale.

[73] En 2020, par rapport à 2019, la diminution du nombre de jours facturés (-38%) s'avère sensiblement supérieure à la baisse de la taille moyenne de la flotte de véhicules (-24%).

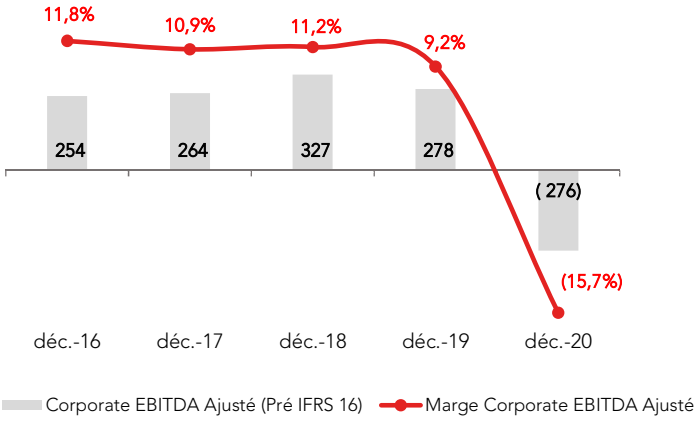
Avec un chiffre d'affaires de 842 M€ sur le premier semestre 2021, le Groupe accuse encore une baisse de revenus significative, en comparaison de la même période en 2019 en données reportées (1.306 M€), mais se redresse par rapport au premier semestre 2020 (815 M€) :

- le segment *Cars* a enregistré des évolutions notables principalement aux États-Unis, mais disparates d'un pays à l'autre en fonction du degré d'assouplissement des restrictions imposées par les gouvernements et des campagnes de vaccination ;
- le segment *Vans & Trucks* a retrouvé ses niveaux de 2019 grâce à la croissance des volumes générée par les Supersites[74] et le succès des nouvelles solutions à long terme (LTS) et le développement de l'e-commerce.

3.5.1.2. Profitabilité opérationnelle[75]

Nous présentons, ci-après, l'évolution du *Corporate* EBITDA Ajusté et de son niveau de marge sur la période 2016 à 2020[76] :

Évolution de la rentabilité du Groupe avant application de la norme IFRS 16 (%)



Source : Rapports financiers annuels

Par souci de comparabilité sectorielle, le Groupe communique un *Corporate* EBITDA Ajusté (§ 4.1.3). Cet agrégat correspond au résultat opérationnel courant, avant amortissements non liés à la flotte de véhicules, et après déduction des charges relatives à la flotte de véhicules, à savoir l'amortissement et la dépréciation sur la flotte et les charges financières relatives à son financement (le « ***Corporate* EBITDA Ajusté** »).

La tendance haussière de l'activité sur les exercices 2016 à 2019 s'est traduite par une dégradation continue de la marge de *Corporate* EBITDA Ajusté avant retraitement de la norme IFRS 16 (9,2% en 2019 *versus* 11,8% en 2016). Cette détérioration provient en partie de l'accélération de l'activité déficitaire *New Mobility*, mais également d'incertitudes économiques notamment en Europe en 2019.

[74] Les Supersites sont des stations situées dans différents pays européens qui proposent une large gamme de véhicules utilitaires.
[75] Le Groupe suit sa profitabilité opérationnelle à partir du *Corporate* EBITDA Ajusté.
[76] À compter de 2019, les chiffres présentés dans le graphique s'entendent avant l'application de la norme IFRS 16 (§ 3.5.1) : 278 M€ *versus* 388 M€ en 2019, (276 M€) *versus* (172 M€) en 2020. En l'absence de données historiques incluant cette norme nous avons privilégié une analyse l'excluant.

Les mesures de soutien mises en place par certains gouvernements ainsi que les actions menées par le Groupe pour réduire les coûts[77] ont permis de limiter l'érosion de la marge en 2020 et au premier semestre 2021.

Au premier semestre 2021, le *Corporate* EBITDA Ajusté[78] s'établit à (24,8 M€) *versus* (209 M€) au premier semestre 2020, soit une marge de *Corporate* EBITDA Ajusté de -2,9% sous l'effet de la poursuite de la réduction des coûts du réseau et des mesures d'accompagnement gouvernementales.

3.5.2. Structure bilancielle

Au 30 juin 2021, la structure bilancielle du Groupe se résume comme suit :

Bilan simplifié

M€	juin-21
Goodwill	1 002,9
Immobilisations incorporelles	1 060,7
Immobilisations corporelles	407,8
Flotte au bilan	2 843,6
Autres actifs et passifs financiers	(17,3)
BFR *Corporate*	(133,1)
BFR Flotte	(205,2)
Impôts différés nets	(59,7)
Actif économique	***4 899,6***
Trésorerie et équivalents	383,7
Actifs financiers détenus jusqu'à leur échéance	15,2
Autres actifs financiers courants	21,8
Emprunts et dettes financières non courants	(1 380,7)
Emprunts et dettes financières courants	(1 748,1)
Dette financière nette inscrite au bilan	*(2 708,1)*
Dette de loyers	(385,0)
Dette financière nette totale	***(3 093,2)***
Provisions	**(385,6)**
Intérêts minoritaires	**(0,5)**
Actif net - part du Groupe	**1 420,3**

Source : Rapport financier semestriel 2021, analyses Ledouble

3.5.2.1. Goodwill

Au cours des dernières années, l'évolution du Groupe a été rythmée par les opérations de croissance externe (§ 3.3.2).

À chaque clôture, les écarts d'acquisition comptabilisés par le Groupe font l'objet de tests d'*impairment* sur chacune des Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT »).

[77] Plan de réduction des coûts annoncé par le Groupe en mai 2020 (« Plan Reboot »).
[78] Après retraitement IFRS 16.

Pour mémoire, les tests *d'impairment* réalisés au 31 décembre 2020 ont donné lieu à une dépréciation sur les écarts d'acquisition de 131 M€ ventilée comme suit :

- 48 M€ chez Goldcar principalement en Espagne ;
- 44 M€ en France ;
- 26 M€ pour les activités de mobilité urbaine ;
- 13 M€ au Royaume-Uni.

Dans le cadre de l'arrêté des comptes semestriels 2021, le Groupe n'a pas identifié d'écart majeur par rapport au budget 2021 ; en conséquence, les hypothèses et résultats des test d'*impairment* conduits à fin 2020 demeurent inchangés.

Au 30 juin 2021, la valeur nette comptable des écarts d'acquisition s'établit à 1.002,9 M€.

3.5.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles (1.060,7 M€) comprennent essentiellement les marques détenues par le Groupe (880,6 M€) ; le solde est réparti entre :

- les immobilisations incorporelles en cours (114,0 M€) ;
- les logiciels et systèmes d'exploitation (36,3 M€) ;
- les relations clients (29,8 M€).

3.5.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles (407,8 M€) sont composées principalement de droits d'utilisation non liés à la flotte, de terrains et constructions et d'autres équipements.

Depuis le 1er janvier 2019, le Groupe applique la norme IFRS 16 « Contrats de location » qui implique de reconnaître au bilan les « droits d'utilisation » afférents aux biens loués et d'inscrire en contrepartie une dette traduisant les engagements de paiement des loyers.

Au 30 juin 2021 la valeur des droits d'utilisation comptabilisés par le Groupe s'élève à 372 M€[79], en regard des dettes de location d'un montant total de 385 M€[80].

3.5.2.4. Flotte inscrite au bilan

La flotte inscrite au bilan (2.843,6 M€), se décompose en :

- 1.170,8 M€ de valeur nette comptable des véhicules propriété d'Europcar détenus sans clause de rachat (véhicules *at-risk*) ;
- 1.500,2 M€ de valeur nette comptable des véhicules détenus avec un contrat de rachat (véhicules *buy-back*) ;
- 172,6 M€ de droit d'utilisation des véhicules loués[81].

[79] 267 M€ non liés à la flotte et 105 M€ liés à la flotte (§ 3.5.2.4).
[80] 280 M€ non liés à la flotte et 105 M€ liés à la flotte (§ 3.5.2.9).
[81] Dont 105 M€ liés aux droits d'utilisation en application de la norme IFRS 16.

3.5.2.5. *Besoin en fonds de roulement*

Il convient de différencier le Besoin en Fonds de Roulement (« **BFR** ») lié à la flotte de véhicules (« **BFR Flotte** ») et le BFR hors flotte de véhicule (« **BFR *Corporate*** »).

La variation du BFR Flotte est couverte par le financement de la flotte, quel que soit le mode de détention (véhicules *buy-back* et véhicules *at-risk*).

Le BFR *Corporate* est principalement concentré au niveau des entités opérationnelles des principaux pays européens ; il se situe à un point bas durant la période estivale en raison de l'augmentation des dettes fournisseurs[82].

BFR

M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20	juin-21
Stocks	16,8	24,3	26,5	29,6	16,1	21,2
Clients et autres débiteurs	365,2	456,7	481,3	487,6	382,0	384,5
Actifs d'impôt exigibles	35,6	42,8	37,5	34,0	29,0	55,6
Fournisseurs et autres dettes	(440,1)	(604,9)	(586,6)	(628,9)	(520,5)	(562,2)
Dettes d'impôts exigibles	(39,2)	(31,6)	(23,0)	(46,5)	(46,1)	(32,2)
BFR Corporate	***(61,7)***	***(112,7)***	***(64,3)***	***(124,2)***	***(139,6)***	***(133,1)***
% du CA	*2,9%*	*4,7%*	*2,2%*	*4,1%*	*7,9%*	*15,8%*
Créances - Flotte	720,6	700,1	753,4	966,4	504,0	815,9
Dettes - Flotte	(679,7)	(604,2)	(644,2)	(813,1)	(555,1)	(1 021,0)
BFR Flotte	***40,9***	***95,9***	***109,2***	***153,3***	***(51,1)***	***(205,2)***
% du CA	*(1,9%)*	*(4,0%)*	*(3,7%)*	*(5,1%)*	*2,9%*	*24,4%*
BFR Total	(20,7)	(16,8)	45,0	29,1	(190,6)	(338,3)
% du CA	(1,0%)	(0,7%)	1,5%	1,0%	(10,8%)	(40,2%)

Source : Analyses Ledouble

3.5.2.6. *Impôts différés*

Les impôts différés passifs nets (59,7 M€) se rattachent principalement aux immobilisations incorporelles et aux pertes fiscales reportables à hauteur de 201 M€[83] (§ 4.1.7).

Les pertes fiscales cumulées non activées au 30 juin 2021 correspondent à un volant d'impôts différés de 230 M€[84].

3.5.2.7. *Autres actifs et passifs financiers*

Les autres actifs et passifs financiers intègrent à la fois des éléments *cash* et *non cash*.

- Actifs et passifs financiers courants et non courants - *non cash* :
  - les actifs financiers non courants (29,6 M€[85]) et les actifs financiers courants (0,8 M€[86]) sont principalement composés de dépôts de garantie (27,9 M€) ;

[82] L'activité du Groupe est davantage soutenue sur la période comprise entre juin et septembre, notamment sur le segment Loisirs.
[83] Dont 15 M€ de pertes fiscales activées au cours du 1er semestre 2021 ; ces pertes n'étaient pas activées en 2020.
[84] 245 M€ à fin 2020 - 15 M€ de pertes fiscales activées au cours du 1er semestre 2021.
[85] Autres actifs financiers non courants (44,8 M€) – Autres actifs financiers couvrant des passifs liés à l'assurance captive (15,2 M€) considérés comme des éléments de *cash* et intégrés dans le calcul de la dette financière nette inscrite au bilan (§ 3.5.2.9).
[86] Actifs financiers courants (22,6 M€) – Actifs financiers comptabilisés au coût amorti couvrant des passifs liés à l'assurance captive (21,8 M€) considérés comme des éléments de *cash* et intégrés dans le calcul de la dette financière nette inscrite au bilan (§ 3.5.2.9).

- les instruments financiers non courants sont des instruments financiers dérivés de couverture relatifs à des contrats de *swaps* de taux d'intérêt pour un montant de 47,6 M€.

Les autres actifs et passifs financiers non intégrés dans le calcul de la dette financière nette inscrite au bilan ressortent ainsi à 17,3 M€[87].

- Actifs financiers courants et non courants – *cash* :
  - les actifs financiers courants (21,8 M€) et non courants (15,2 M€) couvrant des passifs liés à l'assurance captive sont considérés comme des éléments de *cash* et intégrés dans le calcul de la dette financière nette inscrite au bilan (§ 3.5.2.9).

3.5.2.8. Trésorerie et équivalents trésorerie

Le Groupe présente au 30 juin 2021 un volant de trésorerie de 383,7 M€ répartie entre :

- trésorerie et équivalents de trésorerie (276,8 M€)[88] ;
- trésorerie soumise à restrictions (106,9 M€)[89].

En retraitant les découverts bancaires (4,6 M€), comptabilisés en dette financière dans les comptes du Groupe (§ 3.5.2.9), la trésorerie financière s'établit à 379,1 M€.

3.5.2.9. Dettes financières

Les emprunts et les passifs financiers, d'un montant de 3.128,8 M€ au 30 juin 2021, se ventilent comme suit :

- Emprunts et dettes financières non courants d'un montant de 1.380,7 M€, qui regroupent :
  - les emprunts obligataires (500 M€) ;
  - les *Term Loan* B[90] (500 M€) ;
  - les autres emprunts bancaires dédiés au financement de la flotte (48,5 M€) ;
  - les dettes financières liées aux mesures gouvernementales (339 M€)[91] ;
  - les coûts de transaction et autres éléments résiduels (-6,8 M€).

[87] 47,6 M€ - 29,6 M€ - 0,8 M€ = 17,3 M€.
[88] Disponibilités : 276,9 M€ - intérêts courus : 0,1 M€.
[89] La trésorerie soumise à restriction est utilisée principalement pour couvrir les passifs liés à l'entité d'assurance captive du Groupe.
[90] Dans le cadre de la restructuration financière, le Groupe a refinancé le RCF de 670 M€ au travers de la mise en place d'un *Term Loan* de 500 M€ et d'un nouveau RCF de 170 M€ (§ 3.4) ; ce dernier n'a pas été tiré au 30 juin 2021.
[91] Dans le cadre des mesures de soutien aux entreprises du fait de la Crise Sanitaire, le Groupe a notamment négocié (i) un prêt garanti à 90% par l'État français pour un montant de 220 M€, d'une maturité de 1 an renouvelable pour une période maximale de 5 ans et destiné aux besoins généraux du Groupe et (ii) des prêts garantis à 70% par l'État espagnol pour un montant de 101 M€ (dont une partie destinée aux besoins généraux d'Europcar et de Goldcar en Espagne) d'une maturité de 3 ans.

- Emprunts et dettes financières courants d'un montant de 1.748,1 M€, qui se composent :
  - de facilités de crédit de premier rang (770,4 M€) ;
  - des prêts bancaires courants et d'autres emprunts (275,2 M€) ;
  - des autres emprunts dédiés au financement de la flotte (684,5 M€) ;
  - des dettes financières liées aux mesures gouvernementales (12,2 M€)[92] ;
  - des découverts bancaires (4,6 M€) ;
  - des coûts de transaction et autres éléments résiduels (-5,1 M€) ;
  - des intérêts courus (6,4 M€).

Après prise en compte de la trésorerie financière, d'un montant de 383,7 M€ (§ 3.5.2.8), des actifs financiers courants (21,8 M€) et non courants (15,2 M€) couvrant des passifs liés à la captive de réassurance (§ 3.5.2.7), la dette financière nette inscrite au bilan s'établit à 2.708,1 M€. La dette financière nette totale, présentée dans les comptes, nette de l'incidence de la norme IFRS 16[93] ressort à 3.093,2 M€.

Au même titre que le BFR, il convient de distinguer :

- la trésorerie financière et la dette financière se rapportant à la flotte (« **Trésorerie Financière Flotte** » et « **Dette Financière Flotte** ») ; et
- la trésorerie financière (« **Trésorerie Financière *Corporate*** ») et la dette financière (« **Dette Financière *Corporate*** ») mobilisées dans l'activité courante du Groupe et les opérations de croissance externe.

Dette financière nette

M€	Corporate	Flotte	Total
Trésorerie financière (y compris découverts bancaires)	318	98	416
Term Loan B	(500)	-	(500)
Facilités de financement de la flotte	-	(997)	(997)
Dettes financières liées aux mesures gouvernementales	(282)	n.c.	(282)
Obligations Fonds Commun de Titrisation (FCT) Junior, intérêts courus non échus, coûts capitalisés des contrats de financement et autres	198	(223)	(25)
Obligations Senior	-	(500)	(500)
Senior Asset Revolving Facility (SARF)	-	(770)	(770)
Ligne de financement	-	(50)	(50)
Dette financière	*(584)*	*(2 540)*	*(3 124)*
Dette financière nette inscrite au bilan	***(266)***	***(2 442)***	***(2 708)***
Dettes de loyers	(280)	(105)	(385)
Dette financière nette totale	**(546)**	**(2 547)**	**(3 093)**

Source : Rapport financier semestriel 2021, analyses Ledouble

[92] Une partie des dettes financières liées aux mesures gouvernementales est utilisée pour l'acquisition de la flotte dont le montant n'est pas communiqué dans le rapport semestriel 2021.
[93] Dettes de loyers d'un montant de 385 M€ (§ 3.5.2.3).

3.5.2.10. *Provisions*

Les provisions (386 M€), couvrent principalement :

- les engagements de retraite (159 M€) ;
- les sinistres au titre de la réassurance logés dans la captive de réassurance ou dans les entités opérationnelles du Groupe (109 M€) ;
- les remises en état portant sur les coûts devant être engagés au titre de la flotte actuelle sur les contrats comportant une clause de rachat (28 M€) ;
- et d'autres provisions (89 M€ dont 44 M€ au titre du litige concernant l'investigation du *Trading Standards Services*[94]).

3.5.2.11. *Intérêts minoritaires*

Les intérêts minoritaires (0,5 M€) concernent les entités *ad hoc* dénommées *Securitfleet* créées dans le cadre du programme de titrisation portant sur une partie du financement de la flotte en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne.

Compte tenu des caractéristiques de ces entités, créées spécifiquement pour le financement de la flotte et qui ont une mission de support pour le Groupe, il n'a pas été identifié de plus ou moins-value latente sur les intérêts minoritaires.

[94] Ouverture d'une enquête des services d'inspection des pratiques commerciales de la ville de Leicester sur Europcar UK pour violation de l'article 9 du règlement de 2008 sur la protection du consommateur contre les transactions déloyales.

3.6. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action.

Forces	Faiblesses
- Leader en Europe en termes de part de marché et acteur majeur sur le segment du *Low-Cost* - Réseau de franchisés étendu au niveau mondial - Diversification de l'offre de prestations de services - *Business model* peu risqué avec une acquisition de la flotte principalement en *buy-back* assurant une visibilité sur la revente des véhicules - Forte capacité de réduction des coûts en période de crise	- Part de marché limitée aux États-Unis - Mutation en cours du modèle économique orienté vers des nouvelles solutions de mobilité - Retard par rapport aux concurrents dans la transformation digitale du parcours client - Activité exposée à une forte saisonnalité principalement au troisième trimestre
Opportunités	**Menaces**
- Désendettement du Groupe issu de la Restructuration - Reprise de l'économie et des flux touristiques dans la plupart des pays européens et aux États-Unis à la suite des allégements des restrictions sanitaires et des campagnes de vaccination - Bénéfices à venir des synergies attendues des récentes acquisitions - Accélération de la digitalisation et arrivée de nouvelles offres orientées vers la flexibilité et les mobilités alternatives	- Forte sensibilité à la conjoncture économique et aux activités liées au tourisme - Incertitudes liées à l'évolution de la Crise Sanitaire - Exposition au risque de pénurie de composants nécessaires à la production de véhicules - Visibilité réduite sur l'évolution des prix - Emergence de nouveaux acteurs (*start-up* et groupes non spécialisés)

4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3) ;
- les méthodes de valorisation retenues pour apprécier l'Équité des conditions financières de l'Offre (§ 4.4 à 4.8) ;
- le prix de souscription aux augmentations de capital lors de la Restructuration (§ 4.9).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et les primes induites par le Prix de l'Offre, complété le cas échéant par le Complément de Prix (§ 5).

4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

Europcar établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'Europcar au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2020 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés d'Europcar au titre du premier semestre 2021 ont fait l'objet d'un rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle, qui n'a pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, la régularité et la sincérité des comptes semestriels consolidés et l'image fidèle qu'ils donnent du patrimoine et de la situation financière à la fin du semestre ainsi que du résultat du semestre écoulé de l'ensemble constitué par les personnes et entités comprises dans la consolidation.

4.1.2. Date d'évaluation

Les comptes consolidés du premier semestre 2021, qui sont les derniers comptes consolidés publiés, servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation de l'Action, notamment en ce qui concerne l'endettement financier net (§ 4.1.8).

Les dates de référence retenues pour l'analyse du cours de bourse (les « **Dates de Référence** ») sont celles du :

- 7 septembre 2020, date à laquelle le Groupe a annoncé ses intentions d'engager des discussions en vue d'une restructuration financière ;

- 22 juin 2021, date précédant des mouvements importants sur le titre Europcar à la suite de rumeurs[95] concernant l'intérêt de Volkswagen d'acquérir le Groupe, confirmé par la suite[96] ;

- 28 juillet 2021, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue postérieurement à la clôture du marché et date des Communiqués.

Les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation (§ 4.4.2) ainsi que les agrégats et les capitalisations boursières des Comparables Boursiers (§ 4.5.1) ont été arrêtés au 3 septembre 2021.

4.1.3. Agrégat *Corporate* EBITDA Ajusté

Dans le secteur de la location de véhicules de courte durée, la flotte de véhicules est considérée comme un actif courant détenu sur une période limitée, qui est comptablement isolé dans un poste spécifique[97].

La pratique sectorielle tend à retenir l'agrégat *Corporate* EBITDA Ajusté correspondant au résultat opérationnel courant, avant amortissements non liés à la flotte de véhicules, et après déduction des charges relatives à la flotte de véhicules, à savoir l'amortissement et la dépréciation de la flotte ainsi que les charges financières relatives à son financement (§ 3.5.1.2).

Nous retenons, dans nos travaux de valorisation, le *Corporate* EBITDA Ajusté en lieu et place de l'EBITDA plus couramment utilisé dans les autres secteurs d'activité.

4.1.4. Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

La modélisation des flux prévisionnels de trésorerie intègre l'incidence des engagements de location simple du Groupe, notamment sur la flotte. En conséquence, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe exclut les dettes financières liées à ces engagements (§ 4.1.8).

S'agissant de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.5), nous avons déterminé les multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté[98] et d'EBIT des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16[99], et avons exclu les obligations locatives du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe.

En ce qui concerne la valorisation analogique par les Transactions Comparables (§ 4.6), nous avons exclu les obligations locatives du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, en considérant que les multiples déterminés à partir des résultats historiques n'intégraient pas les effets de la norme IFRS 16.

---

[95] *Bloomberg* a relayé ces rumeurs le 23 juin 2021.
[96] Le 23 juin 2021, Europcar confirme avoir reçu une marque d'intérêt concernant une éventuelle opération sur son capital sur la base d'un prix de 0,44 € par Action.
[97] L'ensemble de la flotte (flotte acquise directement et droits d'utilisation des véhicules en location simple) est soumise à amortissement et dépréciation.
[98] Pour mémoire, la société Sixt communique sur un *Corporate* EBITDA Ajusté depuis la publication de ses comptes consolidés au titre de l'exercice 2020.
[99] Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données, étant précisé que deux sociétés de notre échantillon sont américaines et que, par conséquent, nous n'avons pas eu à procéder en ce qui les concerne à des retraitements au niveau du compte de résultat, dans la mesure où la norme ASC 842 prévoit d'intégrer les charges de location dans l'EBITDA.

4.1.5. Captive de réassurance

Pour faire face au risque de voir sa responsabilité civile automobile engagée, le Groupe a mis en place un programme d'assurance *corporate* dans certains pays européens, qui permet à chaque filiale de bénéficier d'une assurance responsabilité civile automobile auprès de la succursale locale d'AIG Europe Ltd.

Au sein du Groupe, la trésorerie et les équivalents de trésorerie ainsi que les actifs financiers comptabilisés au niveau de la captive de réassurance sont considérés comme des éléments soumis à restriction, dans la mesure où ils servent à couvrir :

- les fonds propres réglementaires de la captive de réassurance ;
- l'indemnisation future des sinistres.

Afin d'intégrer la captive de réassurance dans la valeur de l'Action, nous avons, dans l'endettement financier net (§ 4.1.8) :

- maintenu dans la trésorerie du Groupe l'ensemble des actifs de la captive d'assurance, y compris ceux soumis à restriction ; et
- intégré en contrepartie les provisions pour sinistres.

4.1.6. Nombre d'Actions

Le nombre total d'Actions sur une base diluée, qui s'établit à 5.007.924.754 Actions à la date la plus récente, se présente comme suit :

Actions diluées

	#actions
Actions émises	**5 015 640 081**
Actions auto-détenues	(8 598 928)
Actions gratuites issues du plan AGA 2018	46 601
Actions gratuites issues du plan AGA 2019	837 000
Actions diluées	**5 007 924 754**

Source : Europcar

4.1.7. Déficits fiscaux

Europcar dispose au 31 décembre 2020[100] d'un stock de déficits reportables d'un montant total de 431 M€[101].

Au 30 juin 2021, le stock de déficits reportables activés dans les comptes consolidés s'élève à 201 M€[102] (§ 3.5.2.6).

[100] Cette information n'est pas disponible au 30 juin 2021.
[101] Ce montant est représentatif de la créance d'impôts différés, soit l'assiette de report déficitaire multipliée par le taux d'impôt en vigueur.
[102] Au 31 décembre 2020, la part activée des déficits reportables s'élevait à un montant de 186 M€ auquel se sont ajoutés 15 M€ de pertes fiscales qui ont été activées au cours du premier semestre 2021 (§ 3.5.2.6) ; pour autant le stock global de déficits reportables n'a pas été calculé au 30 juin 2021.

Les déficits reportables activés[103] étant intégrés dans le calcul de l'impôt du Plan d'Affaires de la Société (§ 4.4.4), nous avons minoré la dette du Groupe d'une créance représentative de la consommation prévisionnelle de la part non activée des déficits fiscaux reportables, actualisée au rythme de la génération, dans le Plan d'Affaires de la Société, des résultats imposables[104] (§ 4.1.8) ; ces déficits fiscaux non reconnus comptablement mais pris en compte dans la dette financière nette ont ainsi été actualisés sur la période nécessaire à leur apurement.

Sur cette base, notre estimation de la valeur totale des économies d'impôts liées aux seuls déficits reportables non activés ressort à **125,1 M€.**

4.1.8. Dette financière nette

L'Évaluation Multicritère se fonde sur un endettement financier net au 30 juin 2021, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Dans la mesure où la flotte est nécessaire à l'exploitation, l'ensemble des actifs, des créances et des dettes liés à sa détention sont isolés[105] et intégrés dans la valorisation des activités opérationnelles du Groupe.

Seuls les éléments de dette financière et de trésorerie financière *Corporate* ont été retenus dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe, à concurrence de 266 M€[106] (§ 3.5.2.9).

L'endettement financier net du Groupe a été différencié par méthode d'évaluation afin d'éviter toute omission ou doublon en fonction des caractéristiques des méthodes d'évaluation retenues, intrinsèques ou analogiques.

- Endettement financier net du Groupe en valorisation intrinsèque

Endettement financier net

M€	juin-21
Dette Financière *Corporate*	584,0
Trésorerie *Corporate*	(318,0)
Dette financière nette Corporate	***266,0***
Passifs liés aux avantages du personnel nets d'IDA	146,9
Provisions pour sinistres	108,9
Autres provisions courantes et non courantes	88,9
Intérêts minoritaires	0,5
IDA sur déficits fiscaux non activés	(125,1)
IDA sur provisions	(29,7)
Endettement financier net	**456,5**

[103] Montant figurant à l'actif du bilan dans les créances d'impôts différés actif (« **IDA** »).
[104] En l'absence de prévisions par zone géographique, nous avons retenu la trajectoire des résultats imposables aux bornes du Groupe.
[105] Les dettes financières liées à la détention de la flotte ont pour contrepartie cette même flotte. L'impact de la détention et de la gestion de la flotte, qui est comptabilisé en *Corporate* EBITDA Ajusté, est intégré dans la valeur des activités opérationnelles d'Europcar.
[106] La dette financière nette s'entend hors dettes de loyers inhérentes à la norme IFRS 16 pour les raisons susmentionnées (§ 4.1.4).

L'endettement financier net que nous retenons pour la valorisation intrinsèque du Groupe, d'un montant de **456,5 M€**, est constitué de la dette financière nette *Corporate* de 266,0 M€, ajustée :

- des engagements envers le personnel nets des impôts différés actifs comptabilisés[107] (**146,9 M€**)[108] ;
- des provisions pour sinistres (**108,9 M€**) couvertes en partie par la trésorerie et les équivalents de trésorerie ainsi que par les actifs financiers de la captive de réassurance (§ 4.1.5) ;
- des provisions pour leur part courante et non courante (**88,9 M€**) couvrant principalement des litiges et des coûts de restructuration ;
- de notre estimation de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attendue sur les déficits reportables non activés (**125,1 M€**) (§ 4.1.7) ;
- des impôts différés actifs sur les provisions comptabilisés[109] (**29,7 M€**) ;
- des intérêts minoritaires pour leur valeur comptable de **0,5 M€** (§ 3.5.2.11).

› Endettement financier net du Groupe en valorisation analogique

Endettement financier net

M€	juin-21
Dette Financière *Corporate*	584,0
Trésorerie *Corporate*	(318,0)
Dette financière nette Corporate	***266,0***
Passifs liés aux avantages du personnel	159,4
Provisions pour sinistres	108,9
Autres provisions courantes et non courantes	88,9
Intérêts minoritaires	0,5
Endettement financier net	**623,7**

Afin de procéder à un calcul homogène avec celui issu de nos bases de données concernant les Comparables Boursiers et les Transactions Comparables, nous retenons pour la valorisation analogique du Groupe une dette financière nette *Corporate* de **266,0 M€** ajustée :

- des passifs liés aux avantages du personnel (**159,4 M€**)[110] ;
- des provisions pour sinistres (**108,9 M€**) ;
- des autres provisions pour leur part courante et non courante (**88,9 M€**) ;
- des intérêts minoritaires pour leur valeur comptable de **0,5 M€**.

[107] Au 31 décembre 2020, en l'absence d'impôt différé actif calculé au 30 juin 2021 sur ces provisions, et compte tenu de leur variation peu significative sur le premier semestre 2021.
[108] Nous nous sommes assuré que le décaissement de ces provisions n'avait pas été pris en compte dans les flux prévisionnels de trésorerie.
[109] Provisions autres que celles constituées au titre des engagements envers le personnel, au 31 décembre 2020 pour les mêmes raisons que celles invoquées *supra* dans le cas de ces derniers.
[110] Ces provisions ont été également prises en compte pour le calcul des multiples des Comparables Boursiers.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous avons écarté la méthode d'actualisation des dividendes futurs[111] qui permet d'apprécier la valeur de rendement de titres minoritaires pour les raisons suivantes :

- le Groupe a été déficitaire en 2020 (§ 3.5.1) ;
- historiquement, Europcar n'a pas de politique constante de distribution de dividendes ;
- nous ne disposons pas d'informations quant aux prévisions de versement de dividendes de la part de la Société.

Toutefois, nous avons mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant, par construction, le potentiel de distribution de dividendes à long terme de la Société, et permettant de prendre en compte la part des résultats non distribués (§ 4.4).

4.3. Références boursières

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1), de la comparaison avec les concurrents (§ 4.3.2) et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.3).

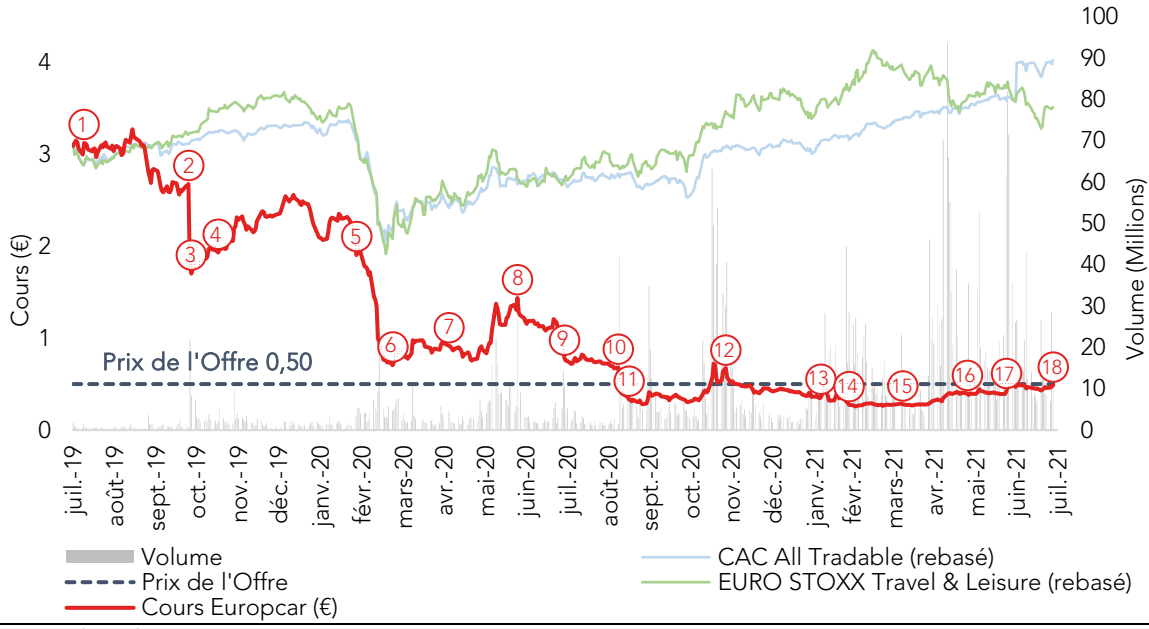
4.3.1. Analyse du cours de bourse

Les Actions Europcar sont cotées sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris[112] depuis le 26 juin 2015.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action[113] sur les 24 mois antérieurs au 28 juillet 2021, dernière cotation avant l'annonce de l'Offre, en comparaison de celle de l'indice CAC *All Tradable* et de l'indice EURO STOXX *Travel & Leisure*[114] :

[111] *Dividend Discount Model* ou DDM.
[112] Sous le code ISIN FR0012789949, mnémonique EUCAR.
[113] Cours journaliers ajustés des augmentations de capital.
[114] Rebasé sur le cours de l'Action.

Analyse du cours de bourse ajusté sur la période 2019-2021



Source : Bloomberg

Au cours des deux dernières années, le cours de bourse de l'Action a été marqué par une tendance baissière avec une performance absolue négative (-84%) associée à une sous-performance par rapport aux indices CAC *All Tradable* et EURO STOXX *Travel & Leisure*.

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation de l'évolution de l'Action :

- Jusqu'en février 2020, une érosion continue du cours de l'Action, pénalisé par :
  - une dégradation de l'environnement économique mondial et le *Brexit*, notamment sur le segment loisirs ;
  - un avertissement sur les résultats 2019 associé à une révision à la baisse des objectifs du Groupe[115] ;
  - l'annonce par Eurazeo d'un processus de mise en vente de tout ou partie de sa participation dans le Groupe.
- Entre février 2020 et mars 2020, une chute du titre avec la Crise Sanitaire et les mesures de confinement imposées par les gouvernements au niveau mondial, qui ont provoqué un arrêt quasi total des activités du Groupe.
- Entre mars 2020 et septembre 2020, une évolution contrastée de l'Action marquée par :
  - les allégements des restrictions sanitaires et des rumeurs de discussions avec Volkswagen ;
  - l'annonce des résultats du premier semestre 2021 ;
  - l'appel à candidature pour le rachat de la participation d'Eurazeo.

[115] Octobre 2019.

- Depuis septembre 2020, une relative stabilité du cours de bourse suite à :
  - l'annonce d'un accord avec les créanciers pour restructurer la dette *Corporate* du Groupe, et l'attente d'une refonte de l'actionnariat dans le prolongement de la Restructuration ;
  - la persistance de la Crise Sanitaire.

Les évènements intervenus au sein du Groupe en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'Action au cours de cette période d'observation sont détaillés ci-après :

Evènements marquants

N°	Date	Commentaires
1	06-août-19	Europcar annonce l'acquisition de Fox Rent A Car aux États-Unis.
2	23-oct-19	Avertissement sur les résultats 2019 : révision à la baisse du chiffre d'affaires et du *Corporate* EBITDA Ajusté, respectivement de 3,0 Md€ à 2,95 Md€ et de 375 M€ à 305-315 M€.
3	25-oct-19	Europcar annonce le lancement d'un programme de rachat d'Actions au cours des 6 prochains mois portant sur un maximum de 3,3 millions d'Actions, soit 2% du capital social.
4	14-nov-19	Eurazeo envisage la cession de tout ou partie de sa participation de 29,9% dans Europcar.
5	25-févr-20	Publication des résultats annuels 2019 : hausse du chiffre d'affaires organique de 0,9% (3,2% à périmètre réel) et *Corporate* EBITDA Ajusté en ligne avec les objectifs révisés en octobre 2019.
6	23-mars-20	Europcar renonce à ses objectifs 2020 compte tenu de l'impact de la Crise Sanitaire sur ses activités.
7	04-mai-20	Europcar obtient un prêt de 220 M€, garanti à 90% par l'État français, à condition qu'aucun dividende ne soit versé en 2020 et 2021, et annonce une tranche supplémentaire de 20 M€ sur sa ligne RCF.
8	24-juin-20	Rumeurs de discussions entre Volskwagen et Eurazeo concernant une opération sur Europcar.
9	29-juil-20	Publication des résultats du premier semestre 2020 : chiffre d'affaires en baisse de 24% avec une perte nette de 390 M€ ; Eurazeo demande aux potentiels candidats intéressés par un rachat d'Europcar de soumettre des offres définitives en septembre.
10	07-sept-20	Europcar annonce son intention de restructurer sa dette *Corporate* avec ses créanciers ; l'Action chute d'environ 29% le lendemain.
11	15-sept-20	Abaissement de la note de crédit d'Europcar, de CCC+ à CC avec perspective négative, par l'agence de notation S&P.
12	26-nov-20	Europcar annonce la conclusion d'un accord de principe avec ses créanciers sur un plan de Restructuration.
13	05-févr-21	Lancement d'une augmentation de capital d'environ 50 M€ par l'émission de 263,7 millions d'Actions au prix unitaire de 0,19 € à raison de 17 Actions nouvelles pour 10 Actions existantes.
14	26-févr-21	Fin de la Restructuration, nomination d'Alexandre de Juniac comme Président du Conseil d'Administration et de Caroline Parot comme Directrice Générale ; sortie d'Eurazeo du capital de la Société.
15	07-avr-21	Publication des résultats annuels 2020 : baisse du chiffre d'affaires de 45,2% et repli du *Corporate* EBITDA Ajusté à -172 M€ contre 389 M€ en 2019.
16	25-mai-21	Annonce du départ de Fabrizio Ruggiero, Directeur Général Adjoint du Groupe.
17	23-juin-21	Europcar confirme avoir reçu une marque d'intérêt concernant une éventuelle opération sur son capital. Le Conseil d'Administration ne retient pas le prix proposé de 0,44 € par Action.
18	28-juil-21	Annonce du projet d'Offre à un prix de 0,50 € par Action, majoré d'un complément de prix potentiel de 0,01 € par Action dans le cas où le seuil de mise en oeuvre du retrait obligatoire de 90% serait atteint à l'issue de l'Offre.

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes[116] (« CMPV ») de l'Action aux Dates de Référence (§ 4.1.2) sur la base de cours ajustés des augmentations de capital réalisées sur la période, complétée par une analyse pré-Crise Sanitaire[117] :

Europcar - CMPV ajustés

€	28-févr.-20	7-sept.-20	22-juin-21	28-juil.-21
Prix de l'Offre	0,50 €	0,50 €	0,50 €	0,50 €
Spot	1,90 €	0,67 €	0,39 €	0,49 €
30 séances	2,16 €	0,77 €	0,41 €	0,46 €
60 séances	2,25 €	1,08 €	0,37 €	0,43 €
90 séances	2,10 €	1,07 €	0,35 €	0,40 €
120 séances	2,18 €	1,03 €	0,35 €	0,38 €
180 séances	2,34 €	1,20 €	0,40 €	0,41 €
Min. 12 mois	*1,71 €*	*0,67 €*	*0,26 €*	*0,26 €*
Max. 12 mois	*4,39 €*	*3,28 €*	*1,44 €*	*0,86 €*

Source: Bloomberg

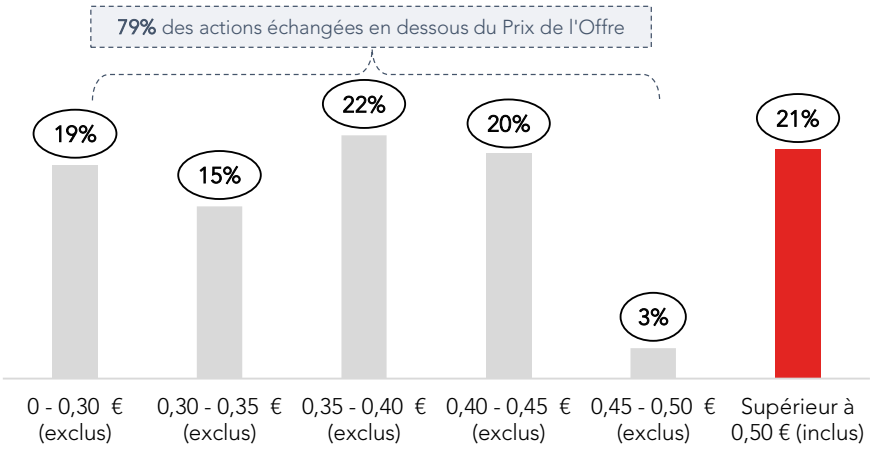
Nos principaux commentaires sont les suivants :

- la moyenne des CMPV pendant les 60 jours, 90 jours, 120 jours et 180 jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre est au maximum de 0,43 € ;
- la période d'analyse postérieure à la Restructuration est à privilégier :
  - sur cette période, les CMPV sont globalement en retrait par rapport au Prix de l'Offre ;
  - le cours maximum depuis l'Assemblée Générale Extraordinaire du 20 janvier 2021[118] et jusqu'à l'annonce de l'Offre est de 0,4962 €.

À titre d'information, au cours des 12 derniers mois[119], 79% des volumes ont été échangés à un prix inférieur au Prix de l'Offre ; nous présentons, ci-dessous, les fourchettes de prix négociés durant cette période[120] :

[116] Cours spot au 22 juin 2021 et cours *intraday* sur les périodes antérieures.
[117] La date du 28 février 2020 borne la période de l'année 2020 précédant la Crise sanitaire.
[118] Date de l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires ayant approuvé les conditions de la Restructuration.
[119] Les 12 derniers mois ont été décomptés au 22 juin 2021, date précédant des mouvements importants sur le titre Europcar à la suite de rumeurs concernant l'intérêt de Volkswagen d'acquérir le Groupe (§ 4.1.2).
[120] En cours *intraday*.

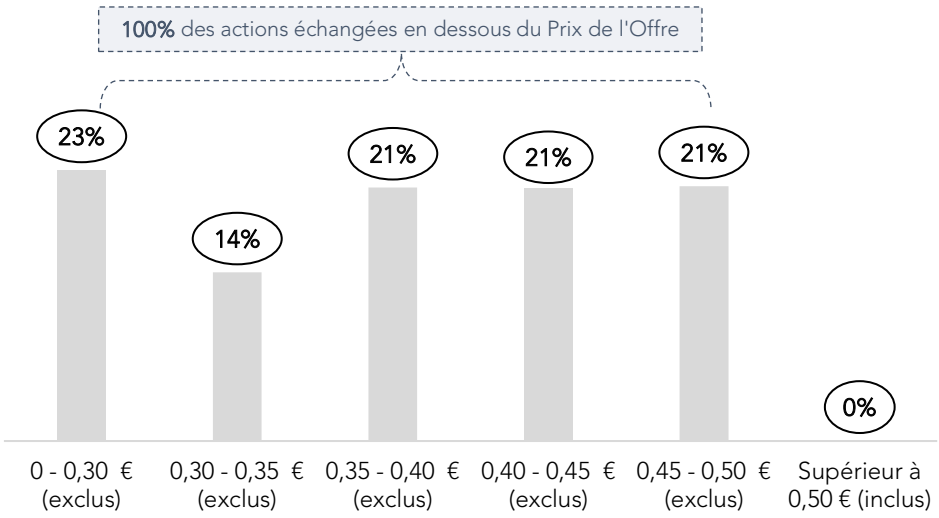
Volume de titres échangés sur les douze derniers mois



Source : Bloomberg

Entre le 20 janvier 2021 et le 28 juillet 2021, les titres ont été échangés en totalité en dessous du Prix de l'Offre[121].

Volume de titres échangés entre le 20 janvier 2021 et le 28 juillet 2021



Source : Bloomberg

Nous présentons également, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les 12 derniers mois décomptés au 28 juillet 2021 :

Rotation de l'Action	
28-juil.-21	% Flottant
Volume échangé (M) (12 mois)	3 510
Flottant	1 572
Rotation (%)	223,2%

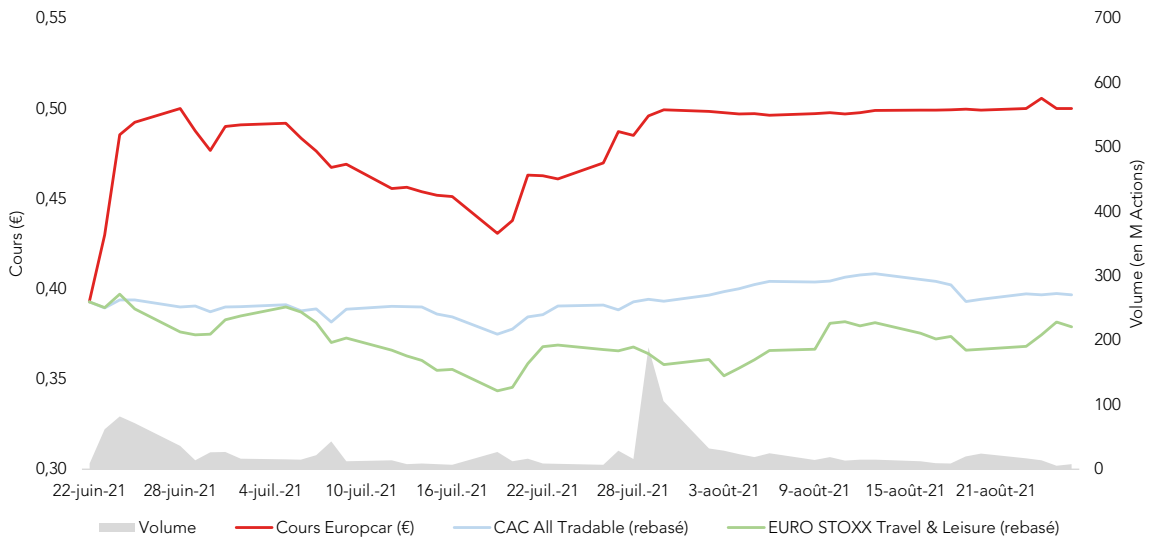
Source : Bloomberg, analyses Ledouble

[121] En cours *intraday*.

Les volumes de titres échangés au cours des 12 derniers mois illustrent la liquidité du titre, avec une rotation de l'Action qui représente 223,2% du flottant.

Depuis l'annonce du projet d'Offre le 28 juillet 2021, le cours de l'Action s'est aligné sur le Prix de l'Offre, et a évolué de manière atypique par rapport aux indices :

Analyse du cours de bourse depuis les rumeurs d'annonce de l'Offre

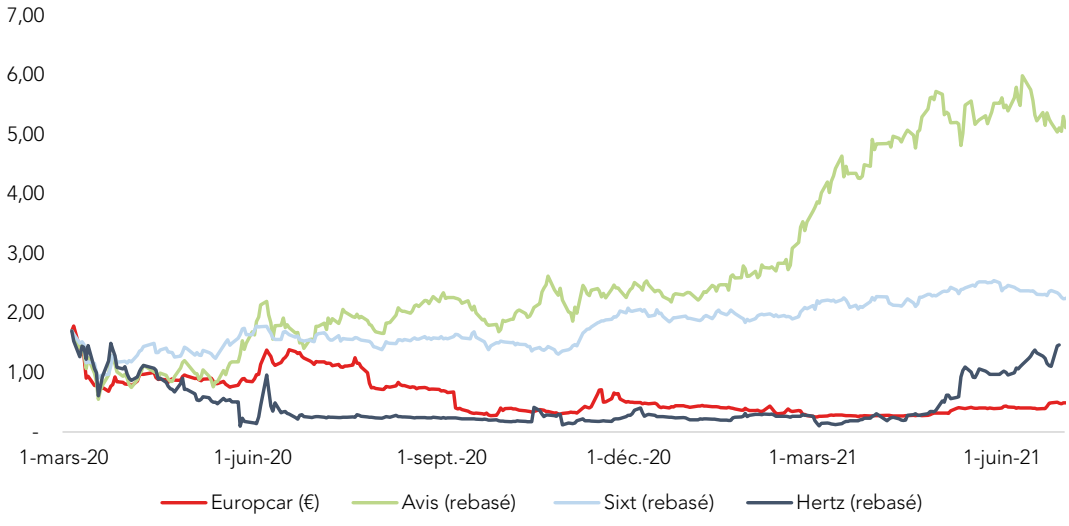


Sources : Bloomberg

4.3.2. Analyse comparative avec les acteurs de la location de voitures

Nous avons également comparé l'évolution du cours de bourse de l'Action à celui des principaux concurrents d'Europcar depuis début 2020[122] :

Comparaison de l'évolution des cours de bourse



Sources : Bloomberg

[122] La notation d'Avis est B+ ; à notre connaissance, Sixt ne fait pas l'objet d'un suivi par les agences de notation, étant précisé que Hertz sort d'une phase de restructuration (cf. *infra*).

- Depuis l'allégement des restrictions sanitaires en juin 2020, les titres Avis et Sixt se sont appréciés et ont surperformé par rapport au titre Europcar :
  - Avis a profité de l'accès rapide à la vaccination aux États-Unis, qui est son principal marché ;
  - Sixt a bénéficié de l'accélération de son développement aux États-Unis, de ses relations privilégiées avec les constructeurs allemands lui conférant une grande flexibilité dans la gestion de sa flotte, et de son repositionnement stratégique, passant d'une société de location de voitures haut de gamme à un fournisseur de services de mobilité par le développement des services de covoiturage et d'abonnement.

- Le titre Hertz est en repli du fait de son placement sous la protection du chapitre 11 du Code américain des faillites entre mai 2020 et fin juin 2021.

4.3.3. Cours cibles des analystes

L'Action fait l'objet d'un suivi par sept analystes[123], à partir duquel nous avons recensé les cours cibles publiés récemment :

- avant l'annonce de l'Offre et des rumeurs[124], nous avons consulté l'ensemble des notes d'analystes, à l'exception d'une note[125] à laquelle nous n'avons pas eu accès ;

- postérieurement à l'annonce de l'Offre, nous avons repris l'ensemble des notes d'analystes.

Cours cibles des analystes

Analyste	Avant rumeurs		Post annonce de l'Offre	
	Date	Cours cible	Date	Cours cible
Société Générale	28-mai-21	0,39 €	29-juil.-21	0,50 €
Kepler Cheuvreux	2-juin-21	0,45 €	3-août-21	0,50 €
Oddo BHF	7-mai-21	0,35 €	29-juil.-21	0,50 €
CIC Market Solutions	7-mai-21	0,33 €	28-juil.-21	0,50 €
Exane BNP Paribas	10-juin-21	0,39 €		
HSBC	13-mai-21	0,42 €		
Médiane		**0,39 €**		**0,50 €**
Moyenne		**0,39 €**		**0,50 €**

Source : Notes d'analyste

Les cours cibles des analystes avant les rumeurs s'échelonnent entre **0,33 €** et **0,45 €**, soit en moyenne **0,39 €**.

Les cours cibles publiés par tous les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre sont alignés sur le Prix de l'Offre.

[123] Europcar Mobility Group, Couverture analystes.
[124] Soit le 22 juin 2021.
[125] Morgan Stanley (non disponible sur nos bases de données et auprès d'Europcar), qui a publié sa dernière note sur la Société en octobre 2020 *i.e.* avant effets de la Restructuration.

4.4. Valorisation intrinsèque (DCF)

4.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF ou *Discounted Cash Flow* repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

La valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite de prévisions, se fonde sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, l'endettement financier net est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise).

Nos travaux se sont appuyés sur :

- le Plan d'Affaires de la Société à horizon 2023 (§ 4.4.4) ;
- le Plan d'Affaires de l'Initiateur à horizon 2032 (§ 4.4.5).

Par cohérence avec l'endettement financier net au 30 juin 2021 (§ 4.1.7), nous avons retenu le flux de trésorerie correspondant au second semestre 2021.

4.4.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le coût du capital (« CMPC » ou « WACC ») à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) selon la méthode directe[126] consistant à calculer le coût de capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a ainsi été calculé au coût du capital en retenant :

- un taux sans risque nul[127];
- un bêta moyen désendetté observé sur une période de 5 ans égal à 1,13[128] ;
- une prime de risque du marché français estimée à 7,8%[129].

[126] La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du WACC conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.
[127] Au regard de la courbe des taux des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans). Source : Banque de France.
[128] Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.5.1).
[129] Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 7,8% (source : Ledouble, 31 août 2021), qui, sous déduction du taux sans risque nul, induit une prime de risque de 7,8%.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable a été estimé comme suit :

Taux d'actualisation	
Composants	%
Taux sans risque	-
Beta de l'actif économique	1,13
Rendement de marché	7,8%
Prime de risque	7,8%
Taux d'actualisation	**8,8%**

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

Ainsi, le coût du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort à **8,8%**.

À titre indicatif :

- les analystes financiers en charge du suivi de l'Action affichent des taux d'actualisation supérieurs ;
- les taux d'actualisation utilisés dans les tests de dépréciation réalisés sur l'ensemble des UGT au 31 décembre 2020 s'inscrivaient dans une fourchette comprise entre 5,98% et 10,5%[130].

4.4.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **1,5%**[131] sur la base de nos échanges avec la Direction.

Par ailleurs, ce taux est en ligne avec celui que nous retenons pour la détermination de la prime de risque Ledouble.

4.4.4. Plan d'Affaires de la Société

4.4.4.1. Période Explicite

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration le 16 juillet 2021 (le « **Plan d'Affaires de la Société** »). Les données prévisionnelles couvrent la période 2021 à 2023 (la « **Période Explicite** ») ; ces projections sont présentées hors incidence de la norme IFRS 16 et n'intègrent pas d'hypothèse de croissance externe ou de cession d'actifs.

Le Plan d'Affaires de la Société est fondé sur une actualisation des trajectoires établies fin 2020 dans le cadre de la Restructuration au vu du développement de l'activité du quatrième trimestre 2020 et du début de l'année 2021 ; ces trajectoires avaient été établies selon une approche dite « *bottom-up* » par *service line* et zone géographique en intégrant les dernières négociations avec les constructeurs automobiles et les établissements financiers. Il couvre l'ensemble des activités du Groupe, ce qui cohérent avec la mutualisation au sein du Groupe des moyens au niveau de l'ensemble de ses filiales, au service d'une typologie de clientèle

[130] DEU 2020 Europcar Mobility Group, p. 173.
[131] En ligne avec les dernières estimations d'inflation sur le long terme connues, publiées par le FMI, la BCE et l'OCDE.

diversifiée ; en effet, la vision du Groupe par *service line* en ce qui concerne le chiffre d'affaires ne se décline pas jusqu'au résultat opérationnel.

Nous relevons que les axes de développement retenus dans le plan d'affaires établi dans le cadre de la Restructuration ont été reconduits dans le Plan d'Affaires de la Société, qui, en complément, tient compte de l'impact des nouvelles mesures de confinement en France et en Allemagne, ainsi que du rebond plus rapide que prévu de l'activité aux États-Unis.

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires de la Société reposent sur les hypothèses clés suivantes :

- une reprise graduelle de l'activité à partir de 2021 pour atteindre en 2023 un niveau de chiffre d'affaires en ligne avec celui réalisé en 2019[132], avec des perspectives conservatrices sur le segment loisirs, particulièrement en Europe ;

- un repositionnement sur des segments de marché en croissance tels que la mobilité urbaine et les services professionnels (hors voyages d'affaires), au détriment du segment Loisirs, conduisant à un *business mix* plus résilient et moins cyclique ;

- un renforcement des investissements non liés à la flotte (« Capex ») jusqu'en 2023, afin d'accélérer la transformation digitale du Groupe. Ces efforts en termes de Capex couvrent :
  - d'une part, le développement des usages digitaux avec un système d'information unique pour l'ensemble du Groupe, la réingénierie des systèmes de facturation et des finances, la connexion des véhicules à l'aide de dispositifs électroniques, l'amélioration dans le traitement des données ; et
  - d'autre part, les dépenses de maintenance liées à l'informatique, la transformation du réseau[133] et l'intégration des systèmes et processus au sein du Groupe ;

- une amélioration de la rentabilité issue du programme *Reboot*[134].

Le Plan d'Affaires de la Société se traduit globalement sur la Période Explicite par :

- une croissance organique soutenue du chiffre d'affaires de l'ordre de 25% par an en moyenne sur la période 2021 à 2023, reflétant la reprise attendue au cours des trois prochaines années ;

- une progression de la marge de *Corporate* EBITDA Ajusté à 11,5% du chiffre d'affaires à horizon 2023, en ligne avec les niveaux atteints historiquement en 2015 et en 2016[135] ;

- une modélisation de la variation du BFR *Corporate*[136] rapporté au chiffre d'affaires passant, en termes de consommation de trésorerie, de 6,5% en 2021 à 0,2% en 2023 ;

- un niveau moyen de Capex non lié à la flotte de l'ordre de 2,9% du chiffre d'affaires.

[132] Chiffre d'affaires 2019 *pro forma* intégrant l'acquisition de Fox Rent a Car ainsi que du franchisé finlandais et du franchisé norvégien.
[133] Dépenses principalement consacrées à la rénovation et à l'amélioration des agences.
[134] Plan de réduction des coûts et de préservation de la trésorerie générant une réduction d'environ 30% des coûts totaux, soit une économie de plus de 1 Md€ en 2020 (§ 3.5.1).
[135] Taux de marge de *Corporate* EBITDA Ajusté respectivement de 11,7% et 11,8%.
[136] Intégrant la variation des provisions.

Le montant de l'impôt retenu sur la Période Explicite tient compte des déficits fiscaux reportables activés.

Compte tenu des hypothèses du Plan d'Affaires de la Société, des difficultés du Groupe à réaliser historiquement ses prévisions[137], du contexte de la Crise Sanitaire, et des études de marché qui anticipent un retour à la situation de 2019 plus lointain que l'horizon prévu dans le Plan d'Affaires de la Société, nous considérons que ces prévisions sont volontaristes.

En définitive, le Plan d'Affaires de la Société repose sur des objectifs de développement ambitieux liés à la transformation digitale qui a été amorcée par le Groupe ainsi qu'à son repositionnement sur les segments de la mobilité urbaine et des services professionnels.

4.4.4.2. Période d'extrapolation

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires de la Société sur la période 2024 à 2025 (la « **Période d'Extrapolation** ») afin de déterminer une valeur terminale reposant sur des flux financiers normatifs.

À l'issue de nos échanges avec la Direction, les hypothèses sous-jacentes à cette extrapolation que nous avons retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 3% ;
- un taux de marge de *Corporate* EBITDA Ajusté de 11,5%, équivalent au niveau anticipé en 2023 dans le Plan d'Affaires de la Société ;
- un niveau de BFR *Corporate* représentant 1,5% du chiffre d'affaires[138] ;
- un niveau de Capex convergeant linéairement vers un montant normatif pour la maintenance du Groupe de l'ordre de 2,2% du chiffre d'affaires.

Les déficits fiscaux activés sont réputés consommés à l'horizon de la Période d'Extrapolation.

4.4.4.3. Construction de la valeur terminale

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- un chiffre d'affaires supérieur à 3,6 Md€ auquel nous avons appliqué un taux de croissance perpétuelle aligné sur l'inflation de 1,5% ;
- un taux de marge du *Corporate* EBITDA Ajusté de 11,5% ;
- un niveau de BFR *Corporate* représentant 1,5% du chiffre d'affaires ;
- un niveau de Capex normatif non liée à la flotte de l'ordre de 2,2%[139] du chiffre d'affaires.

[137] Le Groupe est confronté à des facteurs externes qui ont impacté son développement.
[138] L'impact de la variation du BFR sur la valeur de l'Action est négligeable.
[139] Bien que les principaux investissements soient engagés sur la Période Explicite, la Direction prévoit que les besoins d'investissement au titre de la transformation digitale se poursuivront à moyen terme.

4.4.4.4. *Synthèse de la valorisation DCF*

En tenant compte d'un endettement financier net de **456,5 M€** (§ 4.1.8), nous présentons, ci-après, des analyses de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées[140] :

- du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

g	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
- 50 bp	0,47 €	0,43 €	0,40 €	0,37 €	0,34 €
- 25 bp	0,49 €	0,45 €	0,41 €	0,38 €	0,35 €
0 bp	0,51 €	0,47 €	**0,43 €**	0,39 €	0,36 €
+25 bp	0,53 €	0,49 €	0,44 €	0,41 €	0,38 €
+50 bp	0,56 €	0,50 €	0,46 €	0,42 €	0,39 €

- de la marge de *Corporate* EBITDA Ajusté et du taux d'actualisation

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Marge d'EBITDA	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-100 bp	0,46 €	0,42 €	0,39 €	0,36 €	0,33 €
-50 bp	0,49 €	0,45 €	0,41 €	0,38 €	0,35 €
0 bp	0,51 €	0,47 €	**0,43 €**	0,39 €	0,36 €
+50 bp	0,54 €	0,49 €	0,45 €	0,41 €	0,38 €
+100 bp	0,56 €	0,51 €	0,47 €	0,43 €	0,40 €

Ces analyses de sensibilité situent la valeur de l'Action entre **0,39 €** et **0,47 €** avec une valeur centrale à **0,43 €**.

4.4.5. Plan d'affaires de l'Initiateur

L'Initiateur a élaboré un plan d'affaires (le « **Plan d'Affaires de l'Initiateur** ») en corrigeant certains paramètres du Plan d'Affaires de la Société sur la Période Explicite, qu'il a prolongée jusqu'en 2032 à partir des hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle du chiffre d'affaires sur les années 2021 à 2023 comprise entre 8,2% et 32,1%[141] ;

- un niveau de *Corporate* EBITDA Ajusté en proportion du chiffre d'affaires à horizon 2023 en ligne avec celui atteint en 2018, reflétant la reprise du segment Loisirs ainsi que les effets des programmes de réduction de coûts et de développements informatiques ;

- des investissements significatifs, compris entre 3% et 4% du chiffre d'affaires[142], fondés sur la transformation du réseau informatique entre les pays et les marques du Groupe.

[140] Variations exprimées en points de base (« **pb** »).
[141] Le taux de croissance important en 2021 résulte d'un rattrapage de croissance par rapport à 2020.
[142] Niveaux supérieurs à ceux anticipés dans le Plan d'Affaires de la Société et ceux constatés historiquement.

Les hypothèses sous-jacentes à cette période d'extrapolation sont :

- une convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un niveau normatif de 1,5% correspondant à la croissance perpétuelle ;
- un taux de marge de *Corporate* EBITDA Ajusté à long terme supérieur aux taux constatés historiquement, de plus de 12% ;
- des investissements à long terme ramenés à 2% du chiffre d'affaires.

En résumé, par rapport au Plan d'Affaires de la Société, le Plan d'Affaires de l'Initiateur prévoit un renforcement des investissements, notamment informatiques, une sortie de Crise Sanitaire plus lente et un accroissement de la rentabilité du Groupe par une réduction des charges.

Le Plan d'Affaires de l'Initiateur s'entend sans synergie.

En tenant compte d'un endettement financier net de **456,5 M€** (§ 4.1.8), nous présentons ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle[143] :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

g	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
- 50 bp	0,57 €	0,52 €	0,47 €	0,43 €	0,40 €
- 25 bp	0,59 €	0,53 €	0,48 €	0,44 €	0,41 €
0 bp	0,60 €	0,54 €	**0,49 €**	0,45 €	0,41 €
+25 bp	0,62 €	0,56 €	0,51 €	0,46 €	0,42 €
+50 bp	0,64 €	0,57 €	0,52 €	0,47 €	0,43 €

Cette analyse de sensibilité situe la valeur de l'Action entre **0,45 €** et **0,54 €** avec une valeur centrale à **0,49 €**.

4.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation de l'Action par référence aux multiples de rentabilité issus d'un panel de sociétés comparables.

4.5.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Europcar réunissant des caractéristiques strictement identiques en termes de couverture géographique et de taille.

Nous avons néanmoins identifié des sociétés cotées présentant des points communs avec Europcar en termes d'activité, de modèle économique et de rentabilité attendue.

[143] Au regard de l'évolution du taux de marge de *Corporate* EBITDA Ajusté dans le Plan d'Affaires de l'Initiateur, nous n'avons pas jugé opportun de procéder à une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées de la marge de *Corporate* EBITDA Ajusté et du taux d'actualisation.

La présentation détaillée de notre panel figure en **Annexe 8** et en **Annexe 9** ; il est composé de sociétés cotées évoluant sur le marché de la location de courte durée de véhicules (les « **Comparables Boursiers** ») dont la capitalisation boursière moyenne 3 mois[144] est supérieure à celle d'Europcar.

Capitalisation boursière 3 mois (M€)

Société	Pays	Capitalisation
Europcar Mobility Group	**France**	**2 343**
Hertz Global Holdings	USA	7 052
Avis Budget Group	USA	4 845
Sixt	Allemagne	4 677

Source : Bloomberg

4.5.2. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte de la profitabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Ainsi, nous avons retenu les multiples moyens VE/*Corporate* EBITDA Ajusté et VE/EBIT pour les années 2022 et 2023.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats[145] du Plan d'Affaires de la Société, d'une part, et du Plan d'Affaires de l'Initiateur, d'autre part.

Pour déterminer les multiples de chacun des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés :

- à leur capitalisation boursière moyenne 3 mois[146] ; l'endettement financier net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT issues des consensus d'analystes[147].

Multiples des Comparables Boursiers

Société	x*Corporate* EBITDA Ajusté		xEBIT	
	2022e	2023e	2022e	2023e
Europcar Mobility Group	**9,8x**	**7,1x**	**16,1x**	**9,0x**
Hertz Global Holdings	8,6x	7,7x	n.a.	n.a.
Avis Budget Group	9,7x	8,4x	9,8x	9,8x
Sixt	10,4x	8,3x	12,1x	9,9x
Médiane	**9,7x**	**8,3x**	**11,0x**	**9,9x**
Moyenne	**9,6x**	**8,1x**	**11,0x**	**9,9x**

Source : Bloomberg

[144] Pour la société Hertz Global Holdings, nous avons retenu une capitalisation boursière moyenne à compter du 1er juillet 2021, premier jour de cotation de la société sous un nouveau *ticker*, étant rappelé que Hertz a été placé sous la protection du chapitre 11 du Code américain des faillites entre mai 2020 et fin juin 2021 (§ 4.3.2).
[145] Ajustés des dépenses non récurrentes avant impôt.
[146] À l'exception de Hertz Global Holdings dont la capitalisation boursière a été déterminée à compter du 1er juillet 2021 (cf. *supra*).
[147] Le consensus concernant les estimations de Hertz Global Holdings est constitué d'un seul analyste.

L'examen du profil des Comparables Boursiers appelle les commentaires suivants :

- Europcar est de taille relativement plus modeste que les Comparables Boursiers, lesquels extériorisent des multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT plus élevés que le Groupe en 2023. Ce constat justifierait le recours à une décote de taille que nous n'avons pas appliquée afin de maximiser la valeur analogique de l'Action ;
- les perspectives de rentabilité du Groupe sont globalement en retrait comparativement à celles anticipées par les analystes pour les Comparables Boursiers ;
- dès lors, les multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT maximisent la valorisation analogique par les Comparables Boursiers.

4.5.3. Synthèse de la valeur par les Comparables Boursiers

Nous avons exclu toute décote qui pourrait trouver à s'appliquer au regard de la taille de certaines sociétés composant notre panel de Comparables Boursiers.

En tenant compte d'un endettement financier net de **623,7 M€** (§ 4.1.8), la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit ainsi dans une fourchette comprise :

- entre **0,39 €** et **0,47 €** à partir du Plan d'Affaires de la Société après application des multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté aux agrégats 2022 et 2023, et entre **0,28 €** et **0,42 €** après application des multiples d'EBIT aux agrégats 2022 et 2023 ;
- entre **0,37 €** et **0,40 €** à partir du Plan d'Affaires de l'Initiateur après application des multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté[148] aux agrégats 2022 et 2023.

Ces valeurs postulent une sortie de Crise Sanitaire dès 2022 associée à une reprise graduelle de l'activité.

À titre d'information, la référence à l'année 2021, affectée par la Crise Sanitaire, ferait ressortir des valeurs de l'Action significativement inférieures[149].

4.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous présentons, ci-après, à titre d'information, la valorisation de l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur d'activité du Groupe (les « **Transactions Comparables** »), présentées en **Annexe 10**.

Nous avons constitué deux échantillons de Transactions Comparables, à partir :

- des opérations intervenues avant la Crise Sanitaire ;
- de la transaction Hertz réalisée en mai 2021.

Nous avons retenu les multiples moyens de *Corporate* EBITDA Ajusté[150].

[148] Seul le multiple VE/*Corporate* EBITDA Ajusté a été pris en compte en l'absence de prévisions d'EBIT dans le Plan d'Affaires de l'Initiateur.
[149] En appliquant les multiples 2021 aux agrégats prévisionnels de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT 2021 issus du Plan d'Affaires de la Société, et sous déduction de l'endettement financier net, la valeur de l'Action ressort entre (0,10) € et 0,07 € ; sur la base du Plan d'Affaires de l'Initiateur, la valeur de l'Action ressortirait à 0,13 €.
[150] L'information sur les agrégats d'EBIT est en effet parcellaire.

Dans la mesure où les marges de *Corporate* EBITDA Ajusté du Groupe en 2020 et 2021 sont affectées par la Crise Sanitaire, nous avons appliqué ces multiples :

- à l'agrégat réalisé en 2019 ;
- aux agrégats prévisionnels 2022[151] du Plan d'Affaires de la Société et du Plan d'Affaires de l'Initiateur afin de tenir compte de la reprise de l'activité *post* Crise Sanitaire.

En tenant compte d'un endettement financier net de **623,7 M€** (§ 4.1.8), la valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables, à partir :

- du Plan d'Affaires de la Société, s'inscrirait dans une fourchette de valeurs après retraitement de la prime de contrôle[152] comprises entre **0,10 €** et **0,45 €** ;
- du Plan d'Affaires de l'Initiateur, s'inscrirait dans une fourchette de valeurs après retraitement de la prime de contrôle comprises entre **0,09 €** et **0,45 €**.

4.7. Actif Net Comptable Corrigé

Le Groupe s'est historiquement développé par croissance organique et croissance externe ; l'actif net comptable (« **ANC** ») ne peut donc pas servir de référence pour valoriser l'Action.

L'ANC par Action s'établit au 30 juin 2021 à **0,28 €**[153] sur une base consolidée et, pour information, à **0,40 €**[154] par référence aux comptes sociaux d'Europcar[155].

À titre de recoupement, nous avons procédé à l'estimation de l'actif net comptable corrigé (« **ANCC** ») du Groupe, représentatif de son patrimoine, en déterminant la juste valeur de ses actifs identifiables ; des actifs peuvent en effet receler des plus-values latentes par rapport à leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes du Groupe.

Après examen du patrimoine du Groupe au 30 juin 2021, nous relevons que :

- les marques Europcar, Goldcar, Buchbinder et Fox Rent A Car[156] détenues par le Groupe constituent les principaux actifs identifiables dont la juste valeur ne figure pas au bilan ;
- il n'a pas été identifié de plus-value latente sur les biens immobiliers détenus par le Groupe qui sont intégralement dédiés à l'exploitation[157] ;
- les relations clients inscrites en immobilisations incorporelles sont d'un montant non significatif et n'ont donc pas été revalorisées.

---

[151] Ajustés des dépenses non récurrentes avant impôt.
[152] Le retraitement des primes de contrôle a été effectué par référence aux études internes réalisées par Ledouble et aux résultats de l'étude « Primes de contrôle » réalisée en 2018 par PwC sur 2.406 transactions recensées au cours de la dernière décennie en Europe de l'Ouest.
[153] Part des capitaux propres revenant au Groupe : 1.420,3 M€ (§ 3.5.2) rapportée au nombre d'Actions : 5.007.924.754 (§ 4.1.6).
[154] Capitaux propres de la Société : 2.019,7 M€ rapportés au nombre d'Actions : 5.007.924.754 (§ 4.1.6).
[155] Ces comptes n'ont pas fait l'objet d'une revue limitée par les commissaires aux comptes du Groupe.
[156] La valeur des autres marques, dont notamment Ubeeqo, est considérée comme non significative.
[157] Le patrimoine immobilier du Groupe est constitué principalement d'une base logistique en Allemagne détenue par la société Buchbinder, filiale acquise en 2017, et d'un ensemble immobilier en Espagne composé essentiellement de bureaux et de garages. Les actifs immobiliers dédiés à l'exploitation qui sont détenus par Europcar, d'un montant négligeable à l'échelle bilantielle, ne recèlent pas de plus-values latentes identifiées. À titre d'exemple, une cession d'actifs relative à l'ensemble immobilier en Espagne est envisagée pour un prix en cohérence avec leur valeur nette comptable.

Afin d'évaluer les marques du Groupe, nous avons appliqué la méthode des redevances consistant à déterminer la valeur actuelle des flux de redevances qui pourraient être perçus par le propriétaire de ces actifs incorporels *via* la mise en place de contrats de concessions de licences à des conditions de marché. Cette méthode requiert une estimation du taux de redevance qui pourrait être négocié dans le cadre d'une transaction libre et éclairée entre deux parties indépendantes, compte tenu :

- des caractéristiques des marques du Groupe ;
- du profit attendu par l'exploitant de ces licences, qui conditionne le niveau des redevances que ce dernier serait prêt à reverser à leur propriétaire.

Les paramètres que nous avons retenus sont les suivants :

- les taux de redevances utilisés actuellement au sein du Groupe pour chaque marque ;
- le chiffre d'affaires prévisionnel par marque en ligne avec le chiffre d'affaires consolidé du Plan d'Affaires de la Société ;
- les coûts à la charge du propriétaire des marques[158] ;
- un taux d'actualisation de 8,8% correspondant au taux d'actualisation retenu en valorisation intrinsèque (§ 4.4.2) ;
- une croissance normative des flux de 1,5% (§ 4.4.3) ;
- une fiscalisation des flux selon la législation actuellement en vigueur en France.

La valeur du portefeuille de marques ressort dans une fourchette de **1.155 M€** à **1.480 M€**, en fonction des variations croisées du taux d'actualisation et du taux de redevance attribuable aux marques, dans une amplitude de plus ou moins 0,25 pb par rapport aux paramètres que nous avons retenus, qui conduisent à une valeur centrale des marques de **1.318 M€** :

Analyse de sensibilité de la valeur des marques (M€)

Taux de redevance	Taux d'actualisation				
	+50 bp	+25 bp	0 bp	-25 bp	-50 bp
-50 bp	929	960	992	1 027	1 065
-25 bp	1 081	1 117	1 155	1 196	1 239
0 bp	1 234	1 274	**1 318**	1 364	1 414
+25 bp	1 386	1 432	1 480	1 532	1 588
+50 bp	1 539	1 589	1 643	1 701	1 763

Afin d'aboutir à l'ANCC, nous avons :

- substitué la valeur réelle des marques à la valeur des marques figurant dans les comptes consolidés du Groupe pour 880,6 M€ au 30 juin 2021 (§ 3.5.2.2) ;
- déduit l'impôt théorique au taux de 25,8% qui résulterait de la cession des marques ;
- ajouté la valeur actuelle des déficits reportables pour leur part non activée (§ 4.1.7).

[158] Notamment les coûts d'entretien de la marque et les coûts de développement.

Un goodwill d'un montant de 1.003 M€ figure au bilan du Groupe au 30 juin 2021 (§ 3.5.2.1). S'agissant d'un actif incorporel non identifiable constaté lors des opérations de croissance externe[159], nous avons déterminé deux ANCC :

- l'un en maintenant le goodwill pour sa valeur nette comptable ;
- l'autre en retraitant le goodwill afin d'exclure la totalité des actifs non identifiables individuellement.

L'ANCC ressort ainsi, en valeur centrale, entre **0,17 €** et **0,37 €** par Action :

Actif net comptable corrigé au 30 juin 2021

M€	Avec goodwill	Hors goodwill
Capitaux propres part du Groupe*	**1 420**	**417**
Estimation de la valeur des marques	1 318	1 318
(-) Valeur nette comptable*	(881)	(881)
(-) Estimation de l'impact fiscal	(113)	(113)
Réévaluation des marques	***324***	***324***
Valeur réelle des déficits reportables	125	125
Actif net comptable corrigé	***1 870***	***867***
Nombre d'Actions (M)	5 008	5 008
Valeur de l'Action (€)	0,37 €	0,17 €

Source : Europcar Mobility Group (*), analyses Ledouble.

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de l'ANCC par Action en variabilisant le taux d'actualisation et le taux de redevance, à l'identique de l'analyse de sensibilité de la valeur du portefeuille de marques présentée *supra* :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action avec goodwill (€)

Taux de redevance	Taux d'actualisation				
	+50 bp	+25 bp	0 bp	-25 bp	-50 bp
-50 bp	0,32 €	0,32 €	0,33 €	0,33 €	0,34 €
-25 bp	0,34 €	0,34 €	0,35 €	0,36 €	0,36 €
0 bp	0,36 €	0,37 €	**0,37 €**	0,38 €	0,39 €
+25 bp	0,38 €	0,39 €	0,40 €	0,41 €	0,41 €
+50 bp	0,41 €	0,41 €	0,42 €	0,43 €	0,44 €

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action hors goodwill (€)

Taux de redevance	Taux d'actualisation				
	+50 bp	+25 bp	0 bp	-25 bp	-50 bp
-50 bp	0,12 €	0,12 €	0,12 €	0,13 €	0,14 €
-25 bp	0,14 €	0,14 €	0,15 €	0,16 €	0,16 €
0 bp	0,16 €	0,17 €	**0,17 €**	0,18 €	0,19 €
+25 bp	0,18 €	0,19 €	0,20 €	0,20 €	0,21 €
+50 bp	0,21 €	0,21 €	0,22 €	0,23 €	0,24 €

L'ANCC par Action ressort dans une fourchette de valeurs comprises entre **0,35 €** et **0,40 €** (avec goodwill) et entre **0,15 €** et **0,20 €** (hors goodwill).

[159] Le goodwill fait l'objet de tests de dépréciation permettant de s'assurer de l'absence de surévaluation.

4.8. Méthodes d'évaluation décrites dans les Accords et Opérations Connexes

Nous avons recensé dans les Accords et Opérations Connexes (§ 7) les engagements d'achat ou de vente d'Actions afin d'identifier les méthodes et les paramètres d'évaluation décrits qui sous-tendront ces transactions.

4.8.1. Méthode d'évaluation décrite dans le cadre du Contrat de Liquidité

Le Contrat de Liquidité à conclure entre l'Initiateur et les dirigeants et salariés d'Europcar bénéficiaires d'Actions gratuites (AGA 2018 et AGA 2019) prévoit un mécanisme de liquidité constitué d'options d'achat et d'options de vente dont le prix d'exercice sera calculé en fonction du *Corporate* EBITDA Ajusté de la Société de l'exercice précédant l'exercice des options.

La formule de détermination du prix d'exercice est la suivante :

M x *Corporate* EBITDA Ajusté – Dette financière *Corporate* du Groupe / nombre d'Actions

Le multiple M est celui issu de l'Offre, soit le Prix de l'Offre ramené au *Corporate* EBITDA Ajusté du Groupe de l'exercice 2021[160].

Jusqu'à l'arrêté des comptes consolidés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021 du Groupe, le prix d'exercice sera le Prix de l'Offre.

Nous avons appliqué la formule de calcul qui, à ce stade, aboutit au Prix de l'Offre. Le résultat sera similaire jusqu'à la publication des comptes du premier semestre de l'exercice 2022 ou des comptes de l'exercice 2022.

Il est mentionné que le prix d'exercice par Action ne pourra être ni supérieur, ni inférieur de plus de 5% au Prix de l'Offre.

4.8.2. Méthodes d'évaluation décrites dans le Pacte d'Actionnaires

Dans un scénario de sortie des fonds Attestor et Pon du capital de l'Initiateur, le Pacte d'Actionnaires (§ 7.2) fait notamment référence à :

- une évaluation de l'Initiateur à dire d'expert indépendant réalisée à l'issue d'une période de cinq ans suivant le règlement-livraison de l'Offre (§ 7.2). Comme pourrait le faire le ou les experts qui seront désignés, nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère (§ 4.3 à § 4.7) permettant de valoriser par transparence Green Mobility Holding ;
- un prix maximum qui serait proposé à Pon, déterminé par l'application d'un multiple de 12x la moyenne des *Corporate* EBITDA Ajustés d'Europcar observés dans les comptes consolidés des deux derniers exercices du Groupe.

En tenant compte d'un endettement financier net de 623,7 M€, retenu pour nos évaluations analogiques (§ 4.5 et § 4.6), et à partir du *Corporate* EBITDA Ajusté moyen calculé sur les années 2019 et 2020, **la valeur analogique de l'Action serait négative en application de la formule**[161].

[160] Le multiple M sera donc définitivement arrêté lors de la publication des comptes consolidés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021.
[161] En retenant la moyenne des *Corporate* EBITDA Ajustés des exercices 2020 et 2021, la valeur de l'Action serait également négative. En appliquant la formule au seul exercice 2021, la valeur de l'Action serait portée à 0,14 €.

4.9. Prix de souscription réservé aux actionnaires existants et aux créanciers obligataires dans le cadre de la Restructuration

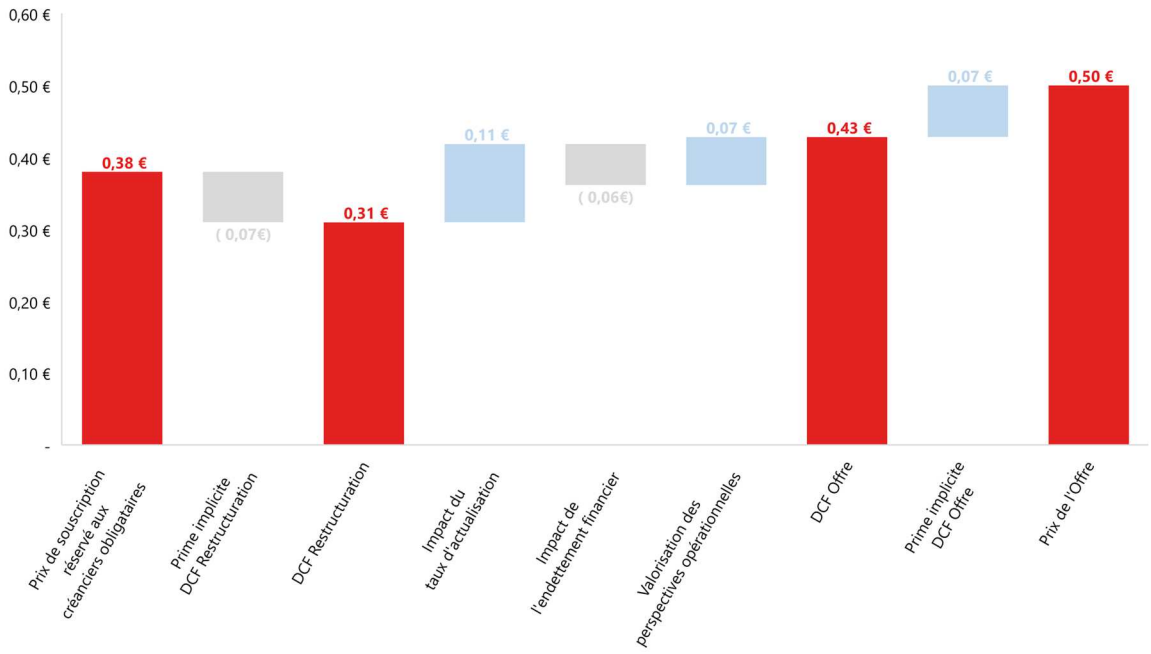
Dans le cadre de la Restructuration qui s'est dénouée au début de l'année 2021 (§ 3.4) :

- les augmentations de capital en numéraire[162] ont été réalisées au prix de **0,19 €** par Action ;
- le taux de conversion retenu pour les augmentations de capital par incorporation de créances réservées aux créanciers obligataires est de **0,38 €** par Action.

Le Prix de l'Offre présente une prime de 32% et 163% par rapport au prix de souscription des différentes augmentations de capital réalisées dans le cadre de la Restructuration.

Le graphique suivant illustre le passage du prix de souscription de 0,38 €, réservé aux créanciers obligataires, au Prix de l'Offre par référence à la méthode d'évaluation intrinsèque DCF :

Positionnement du Prix de l'Offre par rapport au prix de souscription *réservé aux créanciers obligataires*[163]



Source : Analyses Ledouble

[162] Une partie avec maintien du droit préférentiel de souscription, et l'autre partie avec suppression du droit préférentiel de souscription (augmentation de capital réservée aux créanciers obligataires).
[163] La valeur DCF Restructuration est la valeur centrale en DCF issue du rapport de l'expert indépendant mandaté dans le cadre de la Restructuration, en date du 28 décembre 2020. La valeur DCF Offre est la valeur centrale en DCF présentée ci-avant (§ 4.4.4).

Nous constatons que :

- le prix de souscription de 0,38 € réservé aux créanciers obligataires extériorisait une prime de **0,07 €** par rapport à l'estimation de la valeur intrinsèque de l'Action réalisée en décembre 2020 dans le cadre de la Restructuration, qui s'établissait à environ 0,31 € ;
- le taux d'actualisation que nous retenons conduit à majorer la valeur par Action de **0,11 €** ;
- l'écart constaté au niveau de l'endettement financier net contribue à minorer la valeur par Action de **0,06 €** ;
- la mise à jour des autres hypothèses incluses dans le Plan d'Affaires de la Société conduit à majorer la valeur par Action de **0,07 €** ;
- le Prix de l'Offre extériorise une prime implicite de **0,07 €**[164] sur la valeur par Action.

4.10. Gains économiques liés à l'Offre

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies opérationnelles liées à l'Offre, dans la mesure où la Société sera, d'un point de vue opérationnel, indépendante de l'Initiateur. À ce titre, il est prévu que leurs échanges se feront à des conditions de marché (§ 2.9).

En revanche, l'Initiateur prévoit des synergies financières en raison de son profil financier, dont pourra bénéficier la Société. Ces synergies sont de deux natures :

- les synergies financières relatives à la dette *Corporate* ;
- les synergies financières relatives au financement de la flotte.

Les notations financières et le coût de la Dette Financière *Corporate* du Groupe[165] et de l'Initiateur se présentent comme suit :

Notation financière

Société	Notation financière S&P	Coût de la Dette Financière *Corporate*
Europcar	CCC+ *CreditWatch Positive*	3,6%
Volkswagen	BBB+	1,4%

Source : Europcar, Volkswagen, Bloomberg, analyses Ledouble

[164] Prix de l'Offre : 0,50 € - Valeur centrale de l'Action en DCF : 0,43 €.
[165] Le coût de la Dette Financière *Corporate* a été déterminé à partir de la moyenne pondérée des taux d'intérêts relatifs à chaque emprunt en 2021.

S'agissant des synergies financières relatives à la dette *Corporate*, elles sont neutres dans nos travaux de valorisation, dans la mesure :

- en évaluation intrinsèque :
  - le flux actualisé correspond à un *free cash-flow to firm* n'intégrant pas, par construction, les charges financières ;
  - le taux d'actualisation retenu correspond au coût du capital qui ne tient pas compte de la structure financière du Groupe ;
- l'évaluation analogique est également réalisée en déduisant l'endettement financier net du Groupe (§ 4.1.8).

En ce qui concerne les synergies financières relatives au financement de la flotte :

- elles ont, dans leur principe, un impact favorable sur le niveau de marge de *Corporate* EBITDA Ajusté du Groupe ;
- nous les avons estimées à partir des informations qui nous ont été transmises et, au vu des résultats de l'Évaluation Multicritère, à l'exception de ceux issus de la modélisation en DCF du Plan d'Affaires de l'Initiateur, nous n'avons pas relevé d'éléments qui nous conduiraient à considérer qu'elles ne sont pas intégrées dans la prime offerte aux actionnaires ;
- à ce stade, aucune valorisation n'en a été communiquée par l'Initiateur en raison des risques de mise en œuvre associés à leur réalisation[166].

[166] Projet de Note d'Information, § 1.3.2 « Synergies – Bénéfices économiques ».

5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre

Les résultats de l'Évaluation Multicritère sont résumés dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **0,50 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus :

Synthèse de valorisation

€/action	Ledouble			Prime / (décote)	
	Min.	Centrale	Max.		
Prix de l'Offre		**0,50 €**			
Références boursières au 22/06/2021 (pré rumeur)					
Spot		**0,39 €**		27,3%	
30 séances		**0,41 €**		22,9%	
60 séances		**0,37 €**		36,2%	
90 séances		**0,35 €**		44,3%	
120 séances		**0,35 €**		42,3%	
180 séances		**0,40 €**		25,9%	
Cours cibles des analystes					
Cours cibles des analystes (pré rumeur)	**0,33 €**		**0,45 €**	51,5%	11,1%
Valorisation intrinsèque					
DCF (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**	**0,43 €**	**0,47 €**	26,7%	7,1%
DCF (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,45 €**	**0,49 €**	**0,54 €**	10,7%	(8,1%)
Comparables Boursiers					
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**		**0,47 €**	27,0%	6,6%
VE/EBIT (Plan d'Affaires de la Société)	**0,28 €**		**0,42 €**	77,9%	20,0%
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,37 €**		**0,40 €**	35,6%	24,9%
Transactions Comparables					
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,10 €**		**0,45 €**	397,4%	10,4%
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,09 €**		**0,45 €**	457,1%	10,4%
Actif net comptable corrigé					
ANCC	**0,17 €**		**0,37 €**	188,9%	33,9%
Actif net comptable					
ANC consolidé		**0,28 €**		76,3%	
ANC social		**0,40 €**		24,0%	
Références à la Restructuration					
Prix de souscription réservé aux actionnaires existants		**0,19 €**		163,2%	
Prix de souscription réservé aux créanciers obligataires		**0,38 €**		31,6%	

Nous présentons également les résultats de l'Évaluation Multicritère, résumés dans le tableau ci-après, en mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **0,50 €** augmenté de l'éventuel Complément de Prix de **0,01 €** par Action, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons retenus :

Synthèse de valorisation

€/action	Ledouble			Prime / (décote)	
	Min.	Centrale	Max.		
Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix		**0,51 €**			
Références boursières au 22/06/2021 (pré rumeur)					
Spot		**0,39 €**		29,8%	
30 séances		**0,41 €**		25,4%	
60 séances		**0,37 €**		38,9%	
90 séances		**0,35 €**		47,2%	
120 séances		**0,35 €**		45,1%	
180 séances		**0,40 €**		28,5%	
Cours cibles des analystes					
Cours cibles des analystes (pré rumeur)	**0,33 €**		**0,45 €**	54,5%	13,3%
Valorisation intrinsèque					
DCF (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**	**0,43 €**	**0,47 €**	29,3%	9,2%
DCF (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,45 €**	**0,49 €**	**0,54 €**	13,0%	(6,3%)
Comparables Boursiers					
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**		**0,47 €**	29,6%	8,7%
VE/EBIT (Plan d'Affaires de la Société)	**0,28 €**		**0,42 €**	81,5%	22,4%
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,37 €**		**0,40 €**	38,3%	27,4%
Transactions Comparables					
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,10 €**		**0,45 €**	407,3%	12,6%
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,09 €**		**0,45 €**	468,2%	12,6%
Actif net comptable corrigé					
ANCC	**0,17 €**		**0,37 €**	194,6%	36,6%
Actif net comptable					
ANC consolidé		**0,28 €**		79,8%	
ANC social		**0,40 €**		26,5%	
Références à la Restructuration					
Prix de souscription réservé aux actionnaires existants		**0,19 €**		168,4%	
Prix de souscription réservé aux créanciers obligataires		**0,38 €**		34,2%	

5.1. Valeur de l'Action

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que :

- le Prix de l'Offre extériorise une prime sur les valeurs centrales ressortant de l'ensemble de nos critères et méthodes d'évaluation ainsi que sur les bornes hautes des fourchettes de valorisations analogiques[167] et patrimoniale[168] ;
- le Prix de l'Offre est supérieur au prix de souscription réservé aux actionnaires existants et aux créanciers obligataires dans le cadre de la Restructuration du Groupe finalisée en début d'année.

[167] Comparables Boursiers et Transactions Comparables.
[168] ANCC.

5.2. Complément de Prix et Ajustement de Prix

L'Initiateur propose aux actionnaires d'Europcar qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate de leurs Actions au Prix de l'Offre de 0,50 €, assorti d'un Complément de Prix et d'un Ajustement de Prix :

- dans le cas où, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, l'Initiateur viendrait à détenir plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, lui permettant de mettre en œuvre un retrait obligatoire, l'Initiateur s'engage à verser aux actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre un Complément de Prix égal à 0,01 € par Action, conforme à l'article 231-39[169] du règlement général de AMF ;

- dans le cas où, dans les 12 mois suivant le règlement livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, l'Initiateur viendrait à déposer une Offre Publique Subséquente, à un prix par Action supérieur au Prix de l'Offre, l'Initiateur s'engage à verser aux actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre un Ajustement de Prix égal à la différence entre le prix par action de l'Offre Publique Subséquente et le Prix de l'Offre.

En définitive :

- le Complément de Prix est conforme aux dispositions du règlement général de l'AMF ;

- l'Ajustement de Prix n'est pas chiffrable, mais constitue une garantie d'égalité de traitement pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre dans le cas où une nouvelle offre interviendrait, au cours des 12 mois suivant le règlement-livraison de la présente Offre ou de l'Offre Réouverte, sur le solde des Actions composant le capital d'Europcar non détenues par l'Initiateur.

[169] « *Dans le cas d'une offre publique d'achat relevant des dispositions du chapitre II du présent titre, lorsque l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui procèdent à des interventions à l'achat sur les titres de la société visée, toute intervention réalisée au-dessus du prix de l'offre entraîne de manière automatique le relèvement de ce prix à 102 % au moins du prix stipulé et, au-delà, au niveau du prix effectivement payé, quelles que soient les quantités de titres achetées, et quel que soit le prix auquel elles l'ont été, sans que l'initiateur ait la faculté de modifier les autres conditions de l'offre* ».

6. Analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Bank of America et BNP Paribas en leur qualité d'Établissements Présentateurs.

La comparaison des travaux de valorisation respectifs appelle les commentaires suivants, étant précisé que les Établissements Présentateurs n'ont pas procédé, comme nous l'avons fait, à la valorisation par l'ANCC et à l'application des dispositions prévues dans les Accords et Opérations Connexes.

6.1. Dette financière nette

Nous avons différencié le montant de l'endettement financier net de la valorisation intrinsèque de celui de la valorisation analogique dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe ; les Établissements Présentateurs retiennent un endettement financier net identique.

L'endettement financier net des Établissements Présentateurs et le nôtre en valorisation intrinsèque se réconcilient comme suit :

Endettement financier net

M€	juin-21
Endettement financier net - Ledouble	**456**
IDA sur déficits fiscaux non activés	125
Consommation de trésorerie 2ème semestre 2021	70
IDA sur provisions	30
IDA sur passifs liés aux avantages du personnel	13
Provisions pour sinistres	(109)
Autres provisions courantes et non courantes	(89)
Passifs courants liés aux avantages du personnel	(3)
Endettement financier net - Établissements Présentateurs	**493**

L'écart concerne essentiellement les provisions et les impôts différés, dans la mesure où, comparativement aux Établissements Présentateurs :

- nous retenons en sus la part courante des provisions pour retraite et la totalité des provisions pour sinistres et litiges ;
- nous intégrons les IDA sur les déficits fiscaux non activés et sur l'ensemble des provisions.

Les Établissements Présentateurs majorent en outre la dette financière nette de la consommation de trésorerie attendue sur le second semestre 2021, dans la mesure où leur évaluation de l'Action est réalisée au 31 décembre 2021. Dans notre modélisation de la valeur de l'Action en DCF, nous tenons compte de l'activité opérationnelle du second semestre 2021 dans les flux prévisionnels de trésorerie avant prise en compte de l'endettement financier net au 30 juin 2021.

6.2. Références boursières

Nous n'observons pas de différence sur les références boursières.

6.3. Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF fait apparaître les principales différences suivantes :

- Agrégats prévisionnels : les Établissements Présentateurs ont retenu uniquement les projections du Plan d'Affaires de l'Initiateur[170] ; nos travaux se sont appuyés à la fois sur le Plan d'Affaires de la Société[171] et sur le Plan d'Affaires de l'Initiateur.

- Taux d'actualisation :
  - les Établissements Présentateurs se réfèrent à un coût moyen pondéré du capital (WACC), alors que nous retenons un coût du capital (CoC) ;
  - le taux d'actualisation des Établissements Présentateurs ressort à 9,3% *versus* 8,8% en ce qui nous concerne ; cet écart est imputable à :
    - un taux sans risque déterminé par les Établissements Présentateurs à partir d'une moyenne 10 ans de l'OAT France 20 ans, tandis que nous retenons une moyenne 1 an de l'OAT France 10 ans ;
    - un beta de l'actif économique moyen se référant aux seules sociétés Avis, Sixt et Europcar pour les Établissements Présentateurs, et à l'ensemble des Comparables Boursiers en ce qui nous concerne.

6.4. Valorisation analogique

6.4.1. Comparables Boursiers

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers se résume comme suit :

- les Établissements Présentateurs écartent Hertz du panel de sociétés comparables ;

- les Établissements Présentateurs ne retiennent que les multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté ; nous présentons en sus les multiples d'EBIT ;

- les Établissements Présentateurs calculent des multiples à partir d'une capitalisation boursière moyenne de 1 mois alors que nous retenons une moyenne de 3 mois ;

- nous appliquons les multiples de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT des années 2022 et 2023 aux agrégats issus du Plan d'Affaires de la Société et du Plan d'Affaires de l'Initiateur, en retraitant , à la différence des Établissements Présentateurs, les agrégats de *Corporate* EBITDA Ajusté et d'EBIT des dépenses non récurrentes ;

- les multiples boursiers des sociétés comparables présentent de faibles écarts[172].

En définitive, notre fourchette de valeur de l'Action obtenue à partir du Plan d'Affaires de la Société et du Plan d'Affaires de l'Initiateur, par l'application des multiples boursiers de *Corporate* EBITDA Ajusté, se recoupe avec celle obtenue par les Établissements Présentateurs.

---

[170] Pour mémoire, le Plan d'Affaires de l'Initiateur a été prolongé jusqu'en 2032 (§ 4.4.5).
[171] Extrapolé jusqu'en 2025 (§ 4.4.4.2).
[172] À l'exception d'Avis en 2022, du fait de l'utilisation de bases de données différentes (Factset pour les Établissements Présentateurs *versus* Bloomberg pour Ledouble).

6.4.2. Transactions Comparables

Notre recherche de transactions s'est focalisée sur les opérations les plus récentes intervenues entre 2017 et 2021, alors que les Établissements Présentateurs sont remontés dans l'historique des opérations jusqu'en 2005.

Nous retenons l'agrégat historique de *Corporate* EBITDA Ajusté 2019 ainsi que l'agrégat de *Corporate* EBITDA Ajusté 2022 pour refléter la situation après Crise Sanitaire, tandis que les Établissements Présentateurs se limitent à l'agrégat 2019.

6.5. Référence à l'ANCC

Les Établissements Présentateurs écartent cette méthode d'analyse.

6.6. Méthodes d'évaluation décrites dans les Accords et Opérations Connexes

Les Établissements Présentateurs ne font pas référence à ces méthodes.

6.7. Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos fourchettes de valeurs de l'Action avec celles des Établissements Présentateurs (EP) est exposée ci-après :

Synthèse de valorisation - Comparaison avec les Etablissements Présentateurs

€/action	Ledouble			Prime / (décote)		EP			Prime / (décote)	
	Min.	Centrale	Max.			Min.	Centrale	Max.		
Prix d'Offre		**0,50 €**					**0,50 €**			
Références boursières au 22/06/2021 (pré rumeur)										
Spot		**0,39 €**		27,3%			**0,39 €**		27,3%	
1 mois							**0,41 €**		22,5%	
30 séances		**0,41 €**		22,9%						
60 séances		**0,37 €**		36,2%						
3 mois							**0,36 €**		37,7%	
90 séances		**0,35 €**		44,3%						
120 séances		**0,35 €**		42,3%						
180 séances		**0,40 €**		25,9%						
Cours cibles des analystes										
Cours cibles des analystes (pré rumeur)	**0,33 €**		**0,45 €**	51,5%	11,1%	**0,33 €**	**0,39 €**	**0,45 €**	51,5%	11,1%
Valorisation intrinsèque										
DCF (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**	**0,43 €**	**0,47 €**	26,7%	7,1%					
DCF (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,45 €**	**0,49 €**	**0,54 €**	10,7%	(8,1%)	**0,46 €**	**0,48 €**	**0,51 €**	7,7%	(1,0%)
Comparables Boursiers										
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,39 €**		**0,47 €**	27,0%	6,6%					
VE/EBIT (Plan d'Affaires de la Société)	**0,28 €**		**0,42 €**	77,9%	20,0%					
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,37 €**		**0,40 €**	35,6%	24,9%	**0,41 €**		**0,50 €**	23,1%	1,0%
Transactions Comparables										
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de la Société)	**0,10 €**		**0,45 €**	397,4%	10,4%		**0,43 €**		16,0%	
VE/*Corporate* EBITDA Ajusté (Plan d'Affaires de l'Initiateur)	**0,09 €**		**0,45 €**	457,1%	10,4%					
Actif net comptable corrigé										
ANCC	**0,17 €**		**0,37 €**	188,9%	33,9%					
Actif net comptable										
ANC consolidé		**0,28 €**		76,3%						
ANC social		**0,40 €**		24,0%						
Références à la Restructuration										
Prix de souscription réservé aux actionnaires existants		**0,19 €**		163,2%						
Prix de souscription réservé aux créanciers obligataires		**0,38 €**		31,6%						

7. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords et Opérations Connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Offre, et par entretiens avec la Direction, les directions des membres du Consortium et les Conseils juridiques.

Le TFA, signé le 28 juillet 2021, comprend notamment en annexes les documents suivants :

- Les engagements d'apport à l'Offre (§ 7.1) :
  - Engagement d'apport d'Anchorage à l'Initiateur signé[173] (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport d'Attestor à l'Initiateur signé[173] (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport de Carval à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport de Centerbridge à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport de Diameter à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport de Marathon à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
  - Engagement d'apport de Monarch à l'Initiateur signé[173] (« *Irrevocable Undertaking* ») ;
- Le pacte d'actionnaires entre Volkswagen Finance Luxembourg SA, Trinity Investment DAC, Pon Europe BV, Green Mobility Holding SA et Attestor Value Master Fund signé le 28 juillet 2021 (§ 7.2) ;
- Le TOA signé le 28 juillet 2021, qui comprend notamment en annexes les principes applicables aux accords de liquidité des actions gratuites (§ 7.3) ;
- L'Avenant au TFA ;
- L'Avenant au TOA.

[173] Non daté.

7.1. Engagements d'Apport à l'Offre

Les engagements d'apport à l'Offre (les « **Engagements d'Apport** ») des fonds Anchorage Capital Group, Attestor Ltd, Carval Investiras LP, Centerbridge Partners, Diameter Capital Partners LP, Marathon Asset Management LP et Monarch[174] se réfèrent aux modalités d'apport des Fonds Engagés à l'Offre.

Par ailleurs, Attestor Ltd s'est engagé à réinvestir le produit de son apport dans le capital de l'Initiateur (§ 2.4).

À l'examen des Engagements d'Apport, nous n'avons pas identifié de complément de prix ou d'éléments susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre, dans la mesure où les conditions d'apport qui y sont stipulées sont concordantes avec les conditions de l'Offre.

7.2. Pacte d'Actionnaires

Dans le cadre de l'Offre, les membres du Consortium ont conclu un Pacte d'Actionnaires prévoyant notamment les règles de transfert des Actions détenues par les membres du Consortium dans le capital de Green Mobility Holding.

Il est ainsi prévu, dans un scénario de sortie des fonds Attestor et Pon du capital de Green Mobility Holding, plusieurs promesses de vente et d'achat conclues entre Volkswagen, Attestor et Pon (ensemble les « **Promesses** »).

7.2.1. Promesses d'achat et de vente entre Attestor et Volkswagen

7.2.1.1. Promesse de vente anticipée entre Attestor et Volkswagen

Attestor bénéfice d'une option de vente (la « **Promesse de Vente Anticipée Attestor** » ou « **A/V Early Put Option** ») en vertu de laquelle Attestor pourra céder à Volkswagen, dans les 6 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre, une partie ou la totalité de ses titres détenus dans Green Mobility Holding au Prix de l'Offre majoré :

- d'un taux d'intérêt annuel[175] de 2%[176] pour l'investissement en capital initial d'Attestor correspondant au produit de l'apport de ses Actions à l'Offre ;

- d'un taux d'intérêt annuel de 9% pour l'investissement en capital supplémentaire réalisé par Attestor[177] en vue d'atteindre l'objectif de 27 % de participation d'Attestor dans le capital de l'Initiateur ; l'intérêt serait nul en cas de violation éthique grave ou des obligations de conformité ou en cas de non-respect des clauses liées à l' « homme clé », étant précisé à ce titre que la participation du dirigeant d'Attestor en tant qu' « homme clé » est considérée comme un facteur essentiel de succès du projet.

[174] Le 6 août 2021, Monarch a transféré l'ensemble de ses 177.323.400 Actions au fonds Syquant Capital qui s'est engagé à apporter ses Actions à l'Offre selon les mêmes termes que les Fonds Engagés par la signature d'un engagement d'apport.
[175] S'agissant de taux annuels, ils seront de moitié sur une base de 6 mois.
[176] Appliqué à partir du règlement de l'Offre.
[177] En dehors du réinvestissement par Attestor du produit de l'Offre.

En l'absence de cotation de Green Mobility Holding, les actions de l'Initiateur détenues par Attestor sont peu liquides, même si Attestor peut céder une partie ou la totalité de sa participation à l'issue d'une période courte de 6 mois suivant le règlement-livraison de l'Offre.

Nous avons apprécié les deux taux d'intérêt annuels précités en considérant les éléments suivants.

- S'agissant des conditions de rémunération du capital issu du produit de l'apport par Attestor de ses Actions à l'Offre (2%) :
  - un actionnaire d'Europcar apportant ses Actions à l'Offre disposera de la même manière d'une trésorerie qu'il pourra placer à sa convenance et dont il pourra attendre également un rendement, dont le niveau dépendra du risque qu'il est prêt à assumer ;
  - *a contrario*, les actionnaires d'Europcar n'apportant pas leurs titres à l'Offre n'auront pas à supporter le coût de cette rémunération si la Promesse de Vente Anticipée Attestor est exercée ;
  - les prévisions d'inflation à horizon 2026 au Royaume-Uni et en France ressortent entre 1,6% et 2,0%[178] ;
  - le coût de la dette de Volkswagen publié (1,4%[179]) ainsi que les taux d'intérêt des émissions obligataires libellées en euros et en dollars américains de Volkswagen sont en moyenne compris entre 0,46% et 2,45%[180] ;
  - les taux d'intérêt des émissions obligataires libellées en euros et en dollars des sociétés ayant une notation de crédit similaire à celle de Volkswagen[181] sont en moyenne compris entre 0,65% et 2,74%[182] ;
  - les taux d'intérêt des émissions obligataires libellées en euros et en dollars des sociétés ayant une notation de crédit similaire à celle d'Europcar[183] sont en moyenne compris entre 3,63% et 7,30%[184].

Nous considérons que le taux de 2% s'inscrit dans les conditions de financement actuellement observées.

- S'agissant des conditions de rémunération de l'investissement en capital en sus du produit de l'apport par Attestor de ses Actions à l'Offre (9%) :
  - Attestor investit un montant supplémentaire dans une activité à risque au regard du contexte actuel de Crise Sanitaire en se renforçant au capital d'Europcar qui a fait l'objet d'une Restructuration ayant entraîné des augmentations de capital souscrites à un prix d'émission inférieur au Prix de l'Offre. Dans ce contexte, nous estimons fondée la différence de rémunération entre les deux branches de l'investissement d'Attestor au capital de l'Initiateur (réinvestissement du produit de l'apport et investissement additionnel) ;
  - il est prévu qu'Attestor ait un rôle opérationnel au sein de l'Initiateur, illustré par la présence de l' « homme clé » ;

[178] Source : FMI.
[179] Source : Volkswagen, *Annual Report* 2020.
[180] Source : Bloomberg.
[181] Le risque d'Attestor est le même que celui des créanciers financiers de Volkswagen (BBB+, Source S&P).
[182] Source : Bloomberg.
[183] CCC+ (Source : S&P).
[184] Source : Bloomberg.

- si l'Initiateur avait décidé de financer partiellement l'Offre par un financement bancaire, il aurait supporté une charge :
  - le taux de rendement attendu par les actionnaires de Volkswagen est compris entre 7,0% et 9,5%[185] ;
  - le coût du capital d'Europcar, qui est l'unique actif de l'Initiateur, est de 8,8% ;
- le niveau de performance d'indices d'*Hedge Funds* en 2021[186] s'inscrit dans une fourchette de 5,7% et 14,3%[187].

Dans ce contexte d'investissement supplémentaire en numéraire réalisé par Attestor, qui est amené à jouer un rôle opérationnel majeur au sein de l'Initiateur, nous n'avons pas identifié de divergences avec les conditions de marché actuelles.

7.2.1.2. Promesse d'achat unique entre Attestor et Volkswagen

Volkswagen bénéficie d'une promesse d'achat unique (la « **Promesse d'Achat Attestor** » ou « **A/V Call Option** ») en vertu de laquelle Volkswagen pourra acquérir, à la fin de la 5ème année suivant le règlement-livraison de l'Offre, une partie ou la totalité des titres détenus par Attestor dans Green Mobility Holding à un prix déterminé par un expert indépendant, compris entre :

- un prix maximum, qui implique un rendement annuel maximal de 25% ;
- un prix minimum, qui implique un rendement annuel minimal de 12,5%, étant précisé que :
  - dans le cas où les agrégats de chiffre d'affaires et de *Corporate* EBITDA Ajusté de la zone Europe enregistrés par Europcar au cours des 4 ou 5 années suivant le règlement-livraison de l'Offre seraient inférieurs à ceux constatés en 2019, le rendement annuel minimal serait nul ;
  - en cas de défaut d'Attestor aux clauses de l'« homme clé », le rendement minimum serait également ramené à zéro.

Nous constatons que le prix d'exercice de l'A/V Call Option sera déterminé à dire d'expert. En tant qu'expert indépendant désigné dans le cadre de l'Offre, nous avons procédé à une évaluation multicritère de l'Action en intégrant des principes et des méthodes analogues à ceux susceptibles d'être retenus par l'expert indépendant qui sera désigné en application du Pacte d'Actionnaires.

Afin d'apprécier le rendement annuel minimal de 12,5% de la Promesse d'Achat Attestor, nous nous référons :

- à notre valorisation intrinsèque de l'Action, seul actif de l'Initiateur, qui repose sur :
  - un taux d'actualisation de 8,8% pour l'évaluation DCF (§ 4.4.2) ;
  - le Plan d'Affaires de la Société extrapolé jusqu'en 2025, qui fait ressortir un rendement moyen par rapport au Prix de l'Offre sur la période 2022 à 2025 de 9,4%[188] et un rendement annuel à l'horizon 2025 de l'ordre de 11% ;

[185] Selon les notes d'analystes en charge du suivi du titre Volkswagen, qui indiquent leurs estimations de WACC : RBC (7%), HSBC (8,5%), Morning Star (8,5%) et Warburg Research (9,5%).
[186] Du 1er janvier 2021 au 31 juillet 2021.
[187] Source : HFR.
[188] Le rendement moyen a été déterminé en ramenant le flux correspondant à un *free cash-flow to equity* (sans tenir compte d'un désendettement (hors événements exceptionnels qui ne peuvent pas être anticipés compte tenu de

- à l'obligation pour Attestor de s'impliquer dans la gouvernance de l'Initiateur en application des clauses relatives à l' « homme clé » ;

- à un exercice de l'A/V Call Option exclusivement à la main de Volkswagen qui pourra, après 5 ans, décider seul d'exclure Attestor du capital de l'Initiateur ;

- à l'absence de liquidité à la main d'Attestor, à l'issue de la période de 6 mois stipulée dans la Promesse de Vente Anticipée entre Attestor et Volkswagen (§ 7.2.1.1), s'agissant d'une participation minoritaire dans une société non cotée ; la détention du capital de l'Initiateur par Volkswagen ne constituerait pas une participation financière, mais s'inscrirait dans la réalisation du volet « mobilité » de son plan stratégique « *New Auto* » à l'horizon 2030 (§ 3.2) ;

- au niveau de performance d'indices d'*Hedge Funds* en 2021[189] compris entre 5,7% et 14,3%[190], ainsi qu'aux dernières émissions de dettes PIK[191] libellées en euros et en dollars américains, dont les rendements à l'échéance se situent en moyenne à 8,3% et peuvent atteindre 12,5% ;

- aux éléments d'information communiqués par Attestor qui corroborent ces analyses.

En synthèse, nous soulignons que :

- les actionnaires d'Europcar apportant leurs titres à l'Offre peuvent attendre un rendement de la trésorerie obtenue par leur apport ;

- l'absence de liquidité liée au statut de holding non cotée sur un marché réglementé de Green Mobility Holding est renforcée par l'impossibilité pour Attestor de pouvoir céder une partie ou la totalité de sa participation au bout de 5 ans si Volkswagen ne lui propose pas ;

- dans les investissements financiers réalisés avec plusieurs partenaires, il est fréquent que des mécanismes de liquidité ou l'émission d'actions de préférence permettent des rendements différenciés lors de la sortie du projet ;

- le rendement annuel minimal de 12,5% :
  - correspond à un haut de fourchette de rendement attendu dans les conditions actuelles de marché ;
  - est conditionné à des objectifs de résultats qui nécessitent la présence et l'implication de l' « homme clé » d'Attestor. Pour rappel, en cas de résultats inférieurs aux attentes, Attestor ne bénéficie d'aucune garantie.

leur nature) sur une valeur de la société issue de notre valorisation intrinsèque d'après le Plan d'Affaires de la Société.

[189] Du 1er janvier 2021 au 31 juillet 2021.

[190] Source HFR.

[191] Les PIK *(Pay-in-kind)* Notes sont des instruments autorisant l'emprunteur à rembourser *in fine* ses intérêts avec de nouveaux titres plutôt qu'en *cash*.

7.2.2. Promesses entre Pon et Volkswagen

7.2.2.1. Promesse d'achat et promesse de vente unique des actions de l'Initiateur détenues par Pon à la fin de la cinquième année

La promesse d'achat entre Pon et Volkswagen (la « **Promesse d'Achat Pon** » ou « **A/P Call Option** ») et la promesse de vente entre Pon et Volkswagen (la « **Promesse de Vente Pon** » ou « **A/P Put Option** ») présentent les caractéristiques suivantes :

- Volkswagen bénéficie d'une promesse d'achat unique en vertu de laquelle Volkswagen pourra acquérir, à la fin de la 5ème année suivant le règlement-livraison de l'Offre, la totalité des titres de l'Initiateur détenus par Pon ;

- Pon bénéfice d'une promesse de vente unique en vertu de laquelle Pon pourra céder à Volkswagen, à la fin de la 5ème année suivant le règlement-livraison de l'Offre, la totalité des titres de l'Initiateur détenus par Pon.

Pour ces promesses, le prix est déterminé selon les mêmes principes que ceux pratiqués pour la Promesse d'Achat Attestor (§ 7.2.1.2), le taux de rendement minimum étant ramené à 10%. L'Initiateur nous a indiqué que l'écart de rendement minimum résultait des caractéristiques des promesses et notamment de la liquidité donnée à Pon *via* la Promesse de Vente Pon.

Notre analyse de ce rendement minimum est similaire à celle exposée pour la Promesse d'Achat Attestor (§ 7.2.1.2) ; il convient à cet égard de rappeler que Pon n'est pas actionnaire d'Europcar.

7.2.2.2. Promesse vente annuelle entre Pon et Volkswagen

Pon bénéfice d'une promesse de vente annuelle (la « **Promesse de Vente Annuelle Pon** » ou « **Annual A/P Put Option** ») en vertu de laquelle Pon pourra céder à Volkswagen, à l'issue d'une période de 5 ans suivant le règlement-livraison de l'Offre, la totalité de ses titres détenus dans Green Mobility Holding à un prix déterminé par un expert indépendant.

Aucun prix plancher n'est fixé ; en revanche, le prix maximum représentera 12 fois le *Corporate* EBITDA Ajusté moyen des deux dernières années.

Nous avons appliqué cette formule qui aboutit, à ce jour, à une valeur de l'Action négative et donc inférieure au Prix de l'Offre (§ 4.8.2).

Nous n'avons pas d'autres observations.

7.2.3. Promesse d'achat entre Attestor et Volkswagen relative à l'« homme clé »

Dans le cas où le dirigeant d'Attestor cesserait d'être activement impliqué dans la gestion quotidienne d'Attestor ou cesserait d'être membre du conseil d'administration d'Europcar, Volkswagen bénéficie d'une promesse d'achat (la « **Promesse d'Achat Événement Homme Clé** » ou « **Key Man Call Option** ») en vertu de laquelle Volkswagen pourra acquérir la totalité des titres détenus par Attestor dans Green Mobility Holding à un prix déterminé suivant les principes similaires à ceux applicables à la Promesse d'Achat Attestor (§ 7.2.1.2).

7.2.4. Synthèse de la revue du Pacte d'Actionnaires

Après examen du Pacte d'Actionnaires, nous rappelons que :

- Attestor et Pon restent actionnaires minoritaires de Green Mobility Holding ;
- la position d'Attestor et de Pon en tant qu'actionnaires d'une holding non cotée sur un marché réglementé n'est pas comparable à celle des actionnaires minoritaires d'Europcar dont les titres sont liquides (§ 4.3.1) ;
- Pon n'est pas actionnaire d'Europcar ;
- la présence du dirigeant d'Attestor, en la personne de M. Jan Peters, en qualité d' « homme clé », confère à Attestor un rôle actif dans le projet.

En synthèse, nous n'avons pas relevé, dans notre analyse des dispositions du Pacte d'Actionnaires, de clause susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre

En outre, nous avons vérifié que les conditions de traitement d'Attestor, en tant qu'actionnaire historique de la Société, ne remettaient pas en cause l'Équité des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires appelés à apporter leurs titres à l'Offre.

7.3. TOA

7.3.1. Engagements d'Europcar

Le TOA, qui détaille les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur, les membres du Consortium et la Société, sont décrits au chapitre 1.2 du Projet de Note d'Information.

7.3.2. Rémunérations au bénéfice de certains salariés

Dans le cadre du TOA et de l'Avenant au TOA, l'Initiateur s'est engagé à faire bénéficier certains salariés et dirigeants de la Société de deux types de rémunérations exceptionnelles :

- un bonus de rétention conditionné à la présence du bénéficiaire dans le Groupe jusqu'à deux années après la réalisation de l'Offre, pour un montant cumulé de 5.000.000 € ; et
- un bonus d'achèvement conditionné au soutien du Conseil d'Administration sur l'Offre et à sa réussite, et sous réserve de la présence du bénéficiaire dans le Groupe, pour un montant cumulé de 2.400.000 €, dont 1.437.000 € à verser à la directrice générale sous réserve d'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société conformément aux articles L. 22-10-8 et L. 22-10-34, II du code de commerce, le cas échéant.

Nous nous sommes fait confirmer, par entretien, que les termes et conditions du plan de rétention prévu en 2021, qui correspond au bonus de rétention, s'inscrivaient dans le prolongement de ceux du plan de rétention 2020 approuvé par le Conseil de Surveillance de la Société en juillet 2020.

Nous nous sommes assuré que les montants des bonus d'achèvement avaient été déterminés en fonction des rémunérations des salariés et dirigeants concernés, sans référence au nombre d'Actions qu'ils sont susceptibles de détenir.

Par ailleurs, l'Initiateur a l'intention de mettre en place un plan d'intéressement en espèces avec une durée d'acquisition maximum de deux années, correspondant à un montant brut cumulé n'excédant pas 10.000.000 €. Il nous a été confirmé que les modalités de ce plan d'intéressement ne sont pas fixées à ce jour.

7.3.3. Contrat de Liquidité

Europcar a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'Actions en 2018 (AGA 2018) et en 2019 (AGA 2019), portant à ce jour sur l'attribution d'un nombre maximum de 883.601 Actions, dont les périodes d'acquisition respectives sont en cours.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'actions gratuites (les « **Plans d'Actions Gratuites** ») :

Plans d'Actions Gratuites Europcar au 10 septembre 2021

Plan (Année)	Décision de l'AG	Décision du CS	Date d'attribution	Actions attribuées	En cours d'acquisition	Période d'acquisition (années)	Date d'expiration de la période d'acquisition
	26/04/19	20/03/19	04/11/19	395 000	346 000	3	04/11/22
Plan AGA 2019	26/04/19	20/03/19	22/05/19	573 000	491 000	3	22/05/22
				968 000	***837 000***		
	10/05/16	20/03/18	25/10/18	1 982 971	46 601	3	25/10/21
Plan AGA 2018	10/05/16	20/03/18	25/07/18			3	25/07/21
				1 982 971	***46 601***		
Total AGA				2 950 971	883 601		

Les AGA 2018 sont soumises à des conditions de présence et des conditions de réalisation au titre des exercices clos le 31 décembre 2018, le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020, qui sont fondées sur :

- des agrégats de chiffre d'affaires et d'EBITDA du Groupe ; et
- un *Total Shareholder Return* (« TSR ») relatif.

Les AGA 2019 sont soumises à des conditions de présence et des conditions de performance des exercices clos le 31 décembre 2019, le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2021, qui sont fondées sur :

- l'agrégat de chiffre d'affaires cumulé du Groupe ;
- le taux moyen de marge de Corporate EBITDA ; et
- le TSR relatif.

Les AGA 2018 acquises avant la clôture de l'Offre[192] mais qui demeureront soumises à une période de conservation à la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte,

[192] 161.613 Actions Gratuites ont été attribuées le 25 juillet 2021 dont 46.601 Actions Gratuites restant à livrer le 25 octobre 2021.

d'une part, et les AGA 2019 qui ne seront pas définitivement acquises avant la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, d'autre part, forment ensemble les AGA Non Cessibles (§ 2.3), qui ne pourront pas être apportées à l'Offre et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte.

En vertu du TOA, l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des AGA Non Cessibles de conclure des promesses d'achat et de vente afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire des AGA Non Cessibles, sous la forme, pour chaque bénéficiaire, d'un Contrat de Liquidité (§ 4.8.1).

Les principes sous-tendant l'établissement du Contrat de Liquidité à conclure avec chacun des bénéficiaires de Plans d'Actions Gratuites figurent au § 2.5 du Projet de Note d'Information « Situation des bénéficiaires d'actions gratuites ». Nous en retenons que :

- chaque bénéficiaire d'AGA Non Cessibles s'engage, par une promesse de vente, à céder à l'Initiateur, à la demande de ce dernier, ses AGA Non Cessibles dans les 60 jours calendaires suivant l'expiration de la période d'acquisition et, le cas échéant, de la période de conservation ;

- en l'absence d'une telle demande de la part de l'Initiateur, ce dernier consentira à chaque bénéficiaire d'AGA Non Cessibles une promesse d'achat, exerçable dans les 60 jours calendaires suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option d'achat.

Ces promesses de vente et d'achat ne pourront être exercées que dans l'hypothèse où :

- l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ; ou

- le volume moyen des Actions échangées quotidiennement sur une période de 20 jours est inférieur à 0,5% du nombre d'Actions total composant le capital social de la Société, caractérisant un événement d'illiquidité.

Dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les AGA Non Cessibles qui feront l'objet d'un Contrat de Liquidité ne seront pas visées par le retrait obligatoire. Pour le calcul du seuil de retrait obligatoire, les AGA Non Cessibles faisant l'objet du Contrat de Liquidité seront réputées détenues par l'Initiateur[193]. S'agissant du prix d'exercice des promesses de vente et d'achat du Contrat de Liquidité (le **« Prix d'Exercice »**), il sera déterminé par l'application de la formule explicitée ci-avant (§ 4.8.1) :

M x *Corporate* EBITDA Ajusté – Dette financière *Corporate* du Groupe / nombre d'Actions

[193] En vertu des règles d'assimilation à la détention d'actions prévues à l'article L. 233-9 4° *bis* du code de commerce.

où :

- M est le multiple issu de l'Offre, soit le Prix de l'Offre ramené au *Corporate* EBITDA Ajusté du Groupe de l'exercice 2021[194] ;
- le *Corporate* EBITDA Ajusté sera celui issu des comptes publiés couvrant deux semestres.

Jusqu' à l'arrêté des comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2021 du Groupe, le prix d'exercice sera le Prix de l'Offre. En outre, le prix d'exercice par Action ne pourra être ni supérieur, ni inférieur de plus de 5 % au Prix de l'Offre.

Après examen de l'application de la formule du Prix d'Exercice, nous constatons que :

- le multiple M est fixe jusqu'à la publication des comptes de l'exercice 2022 ou du premier semestre de l'exercice 2022 ;
- en cas d'exercice de la promesse de vente ou d'achat intervenant avant la fin de l'année 2021, le Prix d'Exercice sera équivalent au Prix de l'Offre.

En conséquence :

- le Contrat de Liquidité ne peut être assimilé à une garantie de liquidité à un prix prédéterminé, dans la mesure où les conditions de sa mise en œuvre restent soumises à aléas ;
- le Prix d'Exercice sera équivalent au Prix de l'Offre jusqu'à la clôture de l'Offre et l'arrêté des comptes semestriels du premier semestre 2022.

7.4. Synthèse sur les Accords et Opérations Connexes

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

8. Examen des observations formulées par des actionnaires

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'actionnaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par l'AMF.

[194] Le multiple M sera donc définitivement arrêté lors de la publication des comptes consolidés pour l'exercice clos le 31 décembre 2021.

9. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant, nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'existence d'un Complément de Prix et d'un Ajustement de Prix en ligne avec les dispositions des Engagements d'Apport ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre. Nous avons porté une attention particulière sur le schéma de sortie possible des fonds Attestor et Pon du capital de Green Mobility Holding au niveau :
  - des conditions de rémunération de l'investissement d'Attestor au capital de l'Initiateur ;
  - des rendements annuels minimums garantis de certaines Promesses.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que :

- le marché de la location de véhicules de courte durée en mutation a été et reste impacté par la Crise Sanitaire ; parallèlement, les acteurs du secteur évoluent en renforçant leur digitalisation, dans la perspective de nouvelles formes de mobilité ;
- la valeur fondamentale de l'Action en DCF a été modélisée au travers :
  - du Plan d'Affaires de la Société dont nous avons constaté le caractère volontariste au regard des difficultés du Groupe à réaliser historiquement ses prévisions et du contexte de la Crise Sanitaire ;
  - du Plan d'Affaires de l'Initiateur qui prévoit une sortie de Crise Sanitaire plus lente que le Plan d'Affaires de la Société, un accroissement de la rentabilité et un renforcement des investissements du Groupe ;
- le Prix de l'Offre extériorise une prime par rapport aux conditions des dernières augmentations de capital de la Société intervenues lors de la Restructuration ; depuis lors et jusqu'aux rumeurs de l'Offre, le cours de bourse de l'Action n'a pas dépassé le Prix de l'Offre ;
- les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre bénéficient d'une liquidité de ces titres au Prix de l'Offre de 0,50 €, appréciable au regard de l'ensemble des valeurs centrales résultant de l'Évaluation Multicritère et des fourchettes de primes qui en découlent.

Par ailleurs, nous avons obtenu la confirmation que :

- comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'attendait du rapprochement avec Europcar que des synergies sur les coûts de financement, dont il estime que la réalisation est soumise à aléas et qu'il n'a donc pas rendu publiques ;
- la Société n'a reçu aucune proposition a un prix supérieur au Prix de l'Offre.

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre.

10. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 0,50 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Europcar apportant leurs titres à l'Offre ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Accords et Opérations Connexes, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'Europcar dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 17 septembre 2021

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT	Stéphanie GUILLAUMIN
Présidente, Associée	Associée

ANNEXES

Lettre de mission	Annexe 1
Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
Interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
Profil des Comparables Boursiers	Annexe 8
Performance des Comparables Boursiers	Annexe 9
Transactions Comparables	Annexe 10
Principes de la revue qualité	Annexe 11

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

EUROPCAR MOBILITY GROUP
Société anonyme à conseil d'administration
Siège social : 13 ter, boulevard Berthier – 75017 Paris, France
489 099 903 RCS Paris

Madame Agnès Piniot
Madame Stéphanie Guillaumin
Ledouble SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

Paris, le 17 juin 2021

Chères Mesdames,

Europcar Mobility Group S.A. (« **Europcar Mobility Group** » ou la « **Société** ») est une société spécialisée dans les solutions de mobilité au travers d'une offre diversifiée de locations de véhicules et d'autopartage dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché règlementé d'Euronext Paris.

La Société a reçu une lettre de proposition confidentielle et non-engageante (la « **Proposition** ») aux termes de laquelle un consortium (le « **Consortium** ») composé de Volkswagen Aktiengesellschaft (« **Volkswagen** »), Attestor Limited (« **Attestor** ») et Pon Holdings B.V. (« **Pon** ») proposait d'acquérir Europcar Mobility Group par le biais d'une offre publique d'achat volontaire portant sur l'intégralité du capital social de la Société au prix de 0,44 euro par action.

Le Consortium indiquait dans sa Proposition que si, à l'issue de l'offre publique, il venait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le Consortium solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce contexte, la Société a indiqué, par voie de communiqué de presse du 23 juin 2021, que son conseil d'administration avait reçu récemment une marque d'intérêt concernant une éventuelle opération sur le capital de la Société et qu'après avoir attentivement étudié cette proposition, le conseil avait considéré que le prix proposé de 0,44 euro par action ne reflète pas la pleine valeur et le potentiel de création de valeur du groupe. La Société indiquait néanmoins que des discussions pourraient se tenir à la suite de cette proposition.

A cet égard, le conseil d'administration de la Société, sur proposition d'un comité *ad hoc* composé d'une majorité d'administrateurs indépendants de la Société, a approuvé le 17 juin 2021 le principe de votre désignation en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08.

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, 2° et 4 du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financière de l'offre.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers notamment avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société, du comité *ad hoc* et de l'initiateur, le ou les établissements présentateurs de l'offre ;
- l'analyse des réalisations et des éléments prévisionnels de la Société ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre ;
- l'analyse des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Europcar Mobility Group.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

À ce stade, aucun calendrier d'offre n'a été établi. Cependant, nous avons convenu avec vous de se préparer à un éventuel dépôt d'une offre publique sur le capital de la Société dès la fin du troisième trimestre 2021.

Pour rappel, l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être

inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Conflit d'intérêt

Nous avons compris qu'Agnès Piniot, Stéphanie Guillaumin et Ledouble SAS sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Budget

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, chères Mesdames, en l'expression de nos salutations distinguées,

Caroline Parot
Directrice générale

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les représentants de l'Initiateur, des Conseils et des Établissements Présentateurs
- Examen des informations publiques relatives au Groupe et à l'Initiateur
- Revue du schéma et des modalités de la Restructuration
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Étude de l'évolution historique du cours de l'Action et des cours de bourse des Comparables Boursiers
- Requêtes documentaires

Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants de la Société
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
- Recensement des notes des agences de notation concernant la dette du Groupe et celle des Comparables Boursiers
- Étude de la structure d'endettement du Groupe
- Analyse détaillée et modélisation du plan d'affaires de la Société et du Plan d'Affaires de l'Initiateur
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et recherche de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation des Établissements Présentateurs
- Examen du rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
- Analyse et modélisation le cas échéant des Accords et Opérations Connexes
- Examen des observations formulées par des Actionnaires Minoritaires le cas échéant

Restitution des travaux et administration

- Rédaction de la lettre de Mission
- Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
- Proposition de lettres d'affirmation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 400.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, qui correspond à une enveloppe d'environ 1.600 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

Juin 2021

- Contacts préliminaires avec la Direction, les conseils juridiques et financiers de la Société
- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Accès à la *data room*
- Requêtes documentaires
- Exploitation des informations comptables et financières de la Société
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Revue du schéma et des modalités de la Restructuration

Juillet 2021

- Réunions avec la Direction, les Conseils juridiques et les conseils financiers de la Société
- Contacts et réunion d'étape avec le Comité Ad Hoc
- Rédaction et présentation de la lettre de mission
- Mise à jour des requêtes documentaires
- Recherche d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Analyse détaillée de l'évolution du cours de bourse de l'Action et du cours de bourse des Comparables Boursiers
- Analyse des notes de recherche des analystes financiers et des notes des agences de notation
- Examen détaillé et modélisation du Plan d'Affaires de la Société et du Plan d'Affaires de l'Initiateur
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère
- Examen des travaux d'évaluation des conseils financiers de la Société
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Élaboration du projet de Rapport

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

Août 2021

- Échanges avec la Direction, les Conseils juridiques, les conseils financiers de la Société, l'Initiateur et les Établissements Présentateurs
- Mise à jour des requêtes documentaires
- Finalisation de l'étude sectorielle à partir de nos bases de données et sources documentaires
- Poursuite de l'Évaluation Multicritère et de l'analyse des Accords et Opérations Connexes
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information
- Examen des travaux d'évaluation et revue du rapport des Établissements Présentateurs
- Poursuite de l'élaboration du projet de Rapport

Septembre 2021

- Réunions avec la Direction, les Conseils juridiques, les conseils financiers de la Société, les Établissements Présentateurs et le Comité Ad Hoc
- Levée des suspens
- Soumission des lettres d'affirmation à la Direction et aux représentants de l'Initiateur
- Prise de connaissance du Projet de Note en Réponse
- Finalisation du Rapport
- Revue qualité
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc
- Présentation du Rapport au Conseil d'Administration avant le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

Société

Europcar Mobility Group

- Caroline PAROT — *Chief Executive Officer*
- Aurélia CHEVAL — *Chief Strategy Officer*
- Malene KORVIN — *Deputy CFO*
- Denis LANGLOIS — *Human Resources Director*
- Luc PELIGRY — *Group Chief Financial Officer*
- Franck ROHARD — *Secretary General*

Membres du Comité Ad Hoc

- Alexandre DE JUNIAC
- Martine GEROW
- Carl LEAVER

Conseils financiers de la Société

Rothschild & Co

- Grégoire CHERTOK — *Partner*
- François de BRETEUIL — *Partner*
- Arnaud JOUBERT — *Partner*
- François WAT — *Partner*
- Henry BARRAULT — *Director*
- Clément BARRAL — *Associate*
- Guillaume de KERHOR — *Analyst*

Guggenheim Securities

- John WELSH — *Senior Managing Director*
- Benjamin WILSON — *Senior Managing Director*
- Monte HACKETT — *Managing Director*
- Rupak RAJARAM — *Vice President*
- Andrew HAUGE — *Associate*
- Fabian KISSING — *Associate*
- Jessica NICHOLAS — *Analyst*

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

Conseil juridique de la Société

Darrois Villey Maillot Brochier

- Bertrand CARDI — *Partner*
- Laurent GAUTIER — *Partner*
- Hadrien BOURRELLIS — *Associate*
- Thibault VERRON — *Associate*
- Catherine AMBOS — *Associate*

Initiateur

Attestor

- David ALHADEFF — *Investment manager*

Pon

- Mark TRAUPE — *Director M&A*
- Joost van HOUWELINGEN — *Executive Controller*

Volkswagen

- Steffen BLASE — *Head of M&A*
- Larissa LUCHMANN — *Senior Project Leader M&A*

Conseil juridique de l'Initiateur

Cleary Gottlieb

- Pierre-Yves CHABERT — *Partner*

Freshfields Bruckhaus Deringer

- Hervé PISANI — *Partner*
- Arnaud MOUTON — *Attorney*

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

Établissements Présentateurs

Bank of America

- Birger BERENDES — *Co-Head of EMEA M&A*
- David ECOT — *Managing Director*
- Ludovic DELVAL — *Director*
- Matthew STRAWSON — *Vice President*
- Leopold GLOVER — *Associate*
- Elias LINDH — *Analyst*

BNP Paribas

- Nicolas CUZOL — *Managing Director*
- Ferdinand von MARX — *Managing Director*
- Michael ILTSCHEV — *Vice President*
- Loic SAINT GERMAIN — *Associate*
- Andreas HEIDEMANN — *Associate*
- Sahar AMIN — *Analyst*

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Projet de calendrier détaillé de l'Offre
- Procès-verbal du Conseil d'Administration désignant l'Expert Indépendant (17 juin 2021)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires de la Société (16 juillet 2021)
- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse
- TFA signé le 28 juillet 2021 et ses annexes :
  - Statuts actuels de BidCo (« *Current BidCo Articles* »)
  - Autorisations au titre du contrôle de la concurrence (« *Antitrust Clearances* »)
  - Engagement d'apport d'Anchorage à l'Initiateur signé[195] (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport d'Attestor à l'Initiateur signé[195] (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport de Carval à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport de Centerbridge Partners à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport de Diameter à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport de Marathon à l'Initiateur signé le 26 juillet 2021 (« *Irrevocable Undertaking* »)
  - Engagement d'apport de Monarch à l'Initiateur signé[195] (« *Irrevocable Undertaking* »)
- TOA signé le 28 juillet 2021 (« *Tender Offer Support Agreement* ») et ses annexes :
  - Répartition par fonds des Actions apportées à l'Offre (« *Allocation per funds of Company Shares tendred to the Offer* »)
  - Liste des pays concernés par les autorités de la concurrence (« *Antitrust juridictions* »)
  - Communiqués de presse d'Europcar et des membres du Consortium en date du 28 juillet 2021 (« *Announcement Press Releases* »)
  - Principales informations concernant l'Offre (« *Selected terms of the Offer document* »)
  - Projet du Contrat de Liquidité (« *Liquidity Agreement* »)
  - Présentation de la dette (« *Financing in ordinary course of business* »)

[195] Non daté.

- TOA signé le 28 juillet 2021 (« *Tender Offer Support Agreement* ») et ses annexes (suite)
  - Projet de convention de cession entre Volkswagen Finance Luxembourg SA et Trinity Investments DAC (non signé) (« *Attestor SPA* »)
  - Projet de convention de cession entre Volkswagen Finance Luxembourg SA, Pon Europe BV (non signé) (« *Pon SPA* »)
  - Nouveaux statuts de BidCo (« *New BidCo Articles* »)
  - Pacte d'actionnaires entre Volkswagen Finance Luxembourg SA, Trinity Investment DAC, Pon Europe BV, Green Mobility Holding SA et Attestor Value Master Fund LP signé le 28 juillet 2021 (« *Shareholders Agreement* »)
- Avenant au TFA
- Avenant au TOA
- Engagement d'apport de Syquant Capital SAS à l'Initiateur signé le 6 août 2021 (« *Irrevocable Undertaking* »)
- Prospectus relatif à la Restructuration

Informations financières

- Rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs
- Rapport d'évaluation des conseils financiers de la Société
- Détail des synergies potentielles liées à l'Offre

› Documentation relative à Europcar

Documentation juridique

- Extrait Kbis (17 juin 2021)
- Statuts (13 juin 2021)
- Répartition du capital et des droits de vote (30 juin 2021 et 31 août 2021)
- Procès-verbaux des réunions du Conseil de Surveillance et du Conseil d'Administration (2019 à 2021)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2021)
- Synthèse des principaux litiges en cours au 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021
- Synthèse des principales provisions au 30 juin 2021

Informations comptables

- Document d'enregistrement universel (2020) et documents de référence (2015 à 2019)
- Rapports financiers annuels (2015 à 2020) et semestriel (2021)
- États financiers sociaux et consolidés au 30 juin 2021
- Présentation des résultats (2015 à 2020 et au 30 juin 2021)
- Tests *d'impairment* au 31 décembre 2020

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations comptables (suite)

- Suivi de l'évolution mensuelle du BFR sur 2020 et sur le premier semestre 2021
- Ventilation des déficits activés et non activés par zone géographique au 31 décembre 2020
- Investissements réalisés par le Groupe au cours des 3 derniers exercices clos (2018, 2019, 2020) et au 30 juin 2021
- Détail des intérêts minoritaires 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021

Informations financières

- Budget 2021 actualisé et suivi de l'exécution budgétaire (2019 et 2020)
- Plan d'Affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration lors de la Restructuration
- Plan d'Affaires de la Société approuvé par le Conseil d'Administration du 16 juillet 2021
- Plan d'affaires de l'Initiateur
- Informations relatives aux transactions réalisées par la Société
- Travaux d'évaluation des marques du Groupe
- Atterrissage de la dette financière nette au 31 décembre 2021
- Travaux de *due diligence* réalisés dans le cadre de la Restructuration
- Notes des analystes en charge du suivi de l'Action
- Notes des agences de notation concernant la dette du Groupe et celle des Comparables Boursiers

Documentation relative à Volkswagen

- *Annual Report* (2020)

Documentation sectorielle

- Bain & Company, « RaC Market development 2021 and until 2025 », 28 April 2021
- Europcar, « *Capital Markets Day* », juin 2019
- Xerfi, « La location courte durée de véhicules et l'autopartage », avril 2021
- Volkswagen, « New auto – Mobility for generations to come", 13 July 2021

Sites d'informations

Parties prenantes à l'Offre

- Europcar Mobility Group, https://investors.europcar-group.com/fr
- Volkswagen AG, https://www.volkswagenag.com/#
- Attestor Capital LLC, http://www.attestorcapital.com/
- Pon Holdings BV, https://pon.com/en/

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Comparables Boursiers

- Avis, https://ir.avisbudgetgroup.com/
- Hertz, https://ir.hertz.com/
- Sixt, https://about.sixt.com/websites/sixt_cc/English/2000/investor-relations.html

Autres sites

- AMF, http://www.amf-france.org/
- Banque de France, https://www.banque-france.fr/
- Cambridge Associates, https://www.cambridgeassociates.com/
- Euronext, https://live.euronext.com/
- HFR, https://www.hfr.com/

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2015 à 2021) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr/

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert auprès de la Cour d'Appel de Paris
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Présidente de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

- **Stéphanie GUILLAUMIN, Associée**
  - Toulouse Business School Grande école (Banque et Marchés Financiers)
  - Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
  - CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
  - Membre de l'APEI et de la SFEV

- **Jonathan NILLY, Directeur de mission**
  - EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
  - École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
  - Membre de la SFEV

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

- **Valentin BRU, Analyste**
  - Kedge Business School – Master Spécialisé (MSc) Corporate Finance
  - IAE Paris Sorbonne – Master Finance

- **Vincent GUEZENEC, Analyste**
  - EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
  - Institut Supérieur de Gestion – Grade de Master

- **Tatiana VELANDIA ARDILA, Analyste**
  - IESEG School of Management – Master Grande Ecole, spécialisation Gestion d'Actifs
  - Universidad Externado de Colombia – Licence en Finance d'Entreprise et Affaires Internationales

- **Olivier CRETTÉ, Associé**

Olivier CRETTÉ n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08, et selon les principes exposés en **Annexe 11**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre du Comité des normes professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE [196]

Année	Société	Etablissement présentateur
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley & Co International, Natixis et Société Générale
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas

** : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée*

[196] Depuis 2015.

ANNEXE 8 : PROFIL DES COMPARABLES BOURSIERS[197]

Présentation des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Capi. (M€)*	Flotte (k) 2020	CA par activité	CA par région	Place de cotation principale
Europcar Mobility Group		Europcar Mobility Group propose des services de location de véhicules ainsi que des solutions de mobilité telles que de la location et partage de véhicules commerciaux légers, et covoiturage.	2 343	248			Euronext Paris
Hertz		Hertz Global Holdings est une société offrant des services de location et location à bail de voitures à partir de ses propres bureaux et de franchises. Le groupe est aussi présent dans les aéroports, exploite des systèmes de réservation, a des activités de marketing et assure les relations clients.	7 052	647			Nasdaq
avis budget group		Avis Budget Group est une société proposant des services de location de véhicules et de solutions de mobilité. Avis Budget Group exerce également des activités dans le partage de voitures basé sur des applications et est implanté principalement en Amérique du Nord, en Europe, en Australie et en Nouvelle-Zélande.	4 845	533			Nasdaq
SIXT		Sixt est un fournisseur international de services de mobilité. La société propose, entre autres, location de véhicules, covoiturage, autopartage et services de chauffeur. Elle sert des clients privés et commerciaux.	4 677	205			Xetra

* Capitalisation boursière moyenne 3 mois au 3 septembre 2021
Source : Bloomberg

[197] Source : Bloomberg et documents de référence.

ANNEXE 9 : PERFORMANCE DES COMPARABLES BOURSIERS

Profil financier des Comparables Boursiers

Société	Croissance CA		Marge de *Corporate* EBITDA			Marge d'EBIT		
	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Europcar Mobility Group	**22,1%**	**14,4%**	**4,4%**	**9,7%**	**11,7%**	**0,1%**	**5,9%**	**9,2%**
Hertz Global Holdings	28,8%	4,9%	9,4%	10,4%	11,1%	n.a.	n.a.	n.a.
Avis Budget Group	8,2%	4,3%	18,9%	9,9%	11,0%	16,8%	9,8%	9,4%
Sixt	32,0%	17,4%	11,2%	16,3%	17,4%	11,7%	14,0%	14,5%
Médiane	**28,8%**	**4,9%**	**11,2%**	**10,4%**	**11,1%**	**14,2%**	**11,9%**	**12,0%**
Moyenne	**23,0%**	**8,9%**	**13,2%**	**12,2%**	**13,2%**	**14,2%**	**11,9%**	**12,0%**

Sources : Bloomberg

ANNEXE 10 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	VE/*Corporate* EBITDA	
			Avec prime	Sans prime
oct.-19	Europcar Mobility Group*	Fox Rent A Car		
juin-19	Europcar Mobility Group*	Europcar Finland/Europcar Norway		
mars-18	Avis Budget Group	Olympic Commercial and Tourist	4,2x	3,9x
déc.-17	Europcar Mobility Group*	Goldcar Spain		
sept.-17	Europcar Mobility Group*	Buchbinder Group		
mai-17	Europcar Mobility Group*	Europcar Denmark		
Médiane			**5,0x**	**3,7x**
Moyenne			**5,9x**	**4,2x**

** Données confidentielles à la demande d'Europcar*
Sources : Mergermarket, Capital IQ, Société

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	VE/Corporate EBITDA	
			Avec prime	Sans prime
mai-21	Certares, Knighthead	Hertz	12,6x	10,4x
Médiane			**12,6x**	**10,4x**
Moyenne			**12,6x**	**10,4x**

Sources : Supplement to disclosure statement for first modified third amended joint chapter 11 plan of reorganization of the Hertz corporation and its debtors affiliates (14th May 2021), 10K 2019 et 10Q 2021.

ANNEXE 11 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport et des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu à partir du mois de juillet 2021 pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en Annexe 1 ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse des échanges avec leurs interlocuteurs ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires du Rapport, par la formalisation de « questions-réponses », et assister aux réunions internes au stade de la rédaction finale du Rapport, en présence des signataires ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement general de l'AMF, ells seront disponibles sur le site internet de la Société (www.europcar-mobility-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société, 13 ter, boulevard Berthier – 75017 Paris.

10. PERSONNES RESPONSABLES DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Caroline Parot

Directrice générale d'Europcar Mobility Group

Annexe 1

Avis du comité social et économique d'Europcar International

Europcar Mobility Group

EXTRAIT DU PROCES VERBAL DE LA REUNION EXTRAORDINAIRE DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE du 3 septembre 2021

Paris, le 3 septembre 2021

Vendredi 3 septembre 2021 – 10h30
Par visioconférence et Présentiel salle Hamburg 7C

TITULAIRES CADRES	P pour présent E-pour excusé	SUPPLEANTS CADRES	P pour présent E-pour excusé
Madame LEFORT Nicole	P	Madame MEXIAN Annie	P
Madame LEFRANCOIS Ragini	E	Monsieur EL HACHOUMI Abdellatif	E
Monsieur LE HONGRE David	P	Monsieur BEAL Hervé	P
Madame FRANCO Jacqueline	E	Madame DIA Fatimata	E
Monsieur TENDJAOUI Mohamed	P	Monsieur BELLAHCENE Mohamed-Jamel	E
Monsieur DUHAMEL Sébastien	P	Monsieur MORIN Olivier	P
Madame CHAIEB Soumaya	E		
Madame GRACA Gilda	P		
Monsieur DUBOIS Nicolas	P		
Monsieur DANTIN Frédéric	P		
Madame LORANCE PLOUVIEZ Emmanuelle	P		
TITULAIRES NON- CADRES		SUPPLEANTS NON-CADRES	
Madame MOUTIER Véronique	P	Madame DAMIETTE Rita	E
DIRECTION			
Madame SAILLARD Aurore	P	INSPECTION DU TRAVAIL	E
Madame HECHAICHI Fadila	P	ACMS	E
		CRAMIF	E
Invités exceptionnels internes :		Invités exceptionnels externes :	
Monsieur LANGLOIS Denis	P		
Madame PAROT Caroline	P		

Nous vous souhaitons bonne réception des présentes et vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs, nos salutations distinguées.

NL
FH

Europcar Mobility Group

ORDRE DU JOUR

(Les numéros à droite renvoient aux pages auxquelles les questions sont traitées)

1. Avis du CSE dans le cadre de la procédure d'information et de consultation sur le projet d'offre déposé par un Consortium en vue de l'acquisition du capital d'Europcar Mobility Group conformément aux dispositions des articles L 2312-42 et suivants du Code du travail..... 2

La séance débute à 10 heures 31.

1. Avis du CSE dans le cadre de la procédure d'information et de consultation sur le projet d'offre déposé par un Consortium en vue de l'acquisition du capital d'Europcar Mobility Group conformément aux dispositions des articles L 2312-42 et suivants du Code du travail

EXTRAIT :

La Secrétaire du CSE donne lecture de l'avis motivé du CSE sur le projet d'offre déposé par un consortium en vue de l'acquisition du capital d'Europcar Mobility Group. À l'issue de cette lecture, l'avis sera soumis à l'approbation des élus.

«Dans le cadre d'une situation économique et financière complexe pour l'entreprise, l'arrivée d'un consortium d'actionnaires, dont Volkswagen et PON, acteurs industriels et appartenant au secteur de la mobilité, relève d'une vision d'avenir plutôt attrayante. Un troisième acteur Attestor, déjà présent au capital d'Europcar Mobility Group, apportera une expertise plus financière au consortium.

Conscient de l'opportunité que pourrait représenter ce projet pour le groupe et ses salariés, et du contexte économique et sanitaire actuel, le CSE a accepté un calendrier contraint. En effet, la présente procédure d'information-consultation a débuté fin juillet, avec les deux semaines de fermeture obligatoire du siège, et en conséquence avec un niveau d'information réduit et un travail d'expertise rendu plus difficile.

Le CSE partage la vision positive de cette opération, mais regrette que le projet présenté manque d'éléments concrets sur les conséquences opérationnelles de celui-ci.

Ainsi, à ce jour, et malgré les demandes et interrogations que le CSE a formulées, certaines questions sont restées sans réponses précises, notamment sur le business plan, l'organisation future et les objectifs afférents, en termes d'emplois et d'évolution des compétences.

Même si le consortium a donné une garantie de 12 mois sur le maintien de l'emploi en France, les demandes de la représentation du personnel des mêmes garanties pour le reste du groupe n'ont pas été acceptées.

En tout état de cause, le CSE reste extrêmement vigilant sur l'ensemble de ces points.

Dans cette logique, le CSE demande à la Direction de pouvoir programmer à chacune de ses réunions, et ce pendant les 24 prochains mois, des points d'étape sur les suites du projet, sa mise en œuvre, et notamment : le projet stratégique et industriel; la transformation digitale; les objectifs financiers fixés par les nouveaux

NC
FH

actionnaires; les évolutions organisationnelles qui en découlent; l'évolution des activités, des métiers, des fonctions; les incidences sur l'emploi, des compétences et des besoins en formation.

Le CSE souligne l'intérêt positif que pourrait présenter ce projet, au vu des éléments disponibles à ce jour, et restera vigilant quant à sa mise en place opérationnelle.

Dans cette logique, au regard de la transformation attendue du groupe, le CSE demande officiellement au consortium de donner à la direction d'Europcar Mobility Group tous les moyens nécessaires pour anticiper et accompagner les évolutions des emplois et des compétences au sein du groupe. »

L'avis précité est approuvé à l'unanimité des votants (12 voix favorables).

La séance s'est terminée à 12h32.

Nicole LEFORT
Secrétaire du Comité Social et Economique

Fadila HECHAICHI
Présidente du Comité Social et Economique

Annexe 2

Rapport Secafi

SECAFI
GROUPE ALPHA

Projet d'offre publique d'achat Europcar Mobility Group

CSE Europcar International

2 septembre 2021

SECAFI
Société d'expertise comptable inscrite au Tableau de l'Ordre de la région Île-de-France.
Cabinet agréé par le Ministère du Travail, habilité IPRP et membre de la FIRPS

Direction régionale Paris Nord Est / Bureau de Paris.
20 rue Martin Bernard
75647 Paris Cedex 13
Tél. : 01 53 62 70 00

SAS au capital de 4 029 880 €
312 938 483 RCS Paris
Numéro d'identification intracommunautaire
FR 88 312 938 483

Préambule

- Le présent rapport rend compte de la mission que nous a confiée votre Comité Social et Économique dans le cadre des articles L. 2312-42 et L. 2312-43 du Code du travail dans le cadre de la consultation sur le projet d'offre publique d'acquisition initié le 4 aout 2021.
- Pour exécuter nos travaux, nous avons notamment utilisé les informations économiques, sociales et financières mises à notre disposition par la société. Nous avons également utilisé des informations issues d'études, d'articles de presse et de diverses sources publiques.
- Nous avons complété notre analyse documentaire par des entretiens avec les personnes suivantes. Nous les remercions pour leur temps et leur disponibilité.
  - Madame Caroline Parot
  - Madame Aurelia Cheval
  - Madame Fadila Heihachi
  - Monsieur Franck Rohard
  - Monsieur Luc Peligry
  - Monsieur Denis Langlois
  - Par ailleurs, nous nous sommes entretenus avec plusieurs représentants du Consortium initiateur de l'offre dont Messieurs Steffen Blase de Volkswagen, David Alhadeff de Attestor Capital et Joost Van Houwelingen de Pon.
- Outre les signataires du présent rapport, a également participé à la réalisation de cette mission Madame Amélie Gaudard.
- Nous vous remercions de votre confiance et nous nous tenons à votre disposition pour vous apporter toutes explications complémentaires ou pour approfondir avec vous les réflexions que vous estimeriez nécessaires à l'appréciation de la situation de l'entreprise.

Paris, le 2 septembre 2021

Sébastien Lavergne

Françoise Guillemart-Kerros

Sommaire

- Présentation de l'offre et des membres du consortium 4
  - Les détails du projet de l'offre publique d'achat et du cadre légal 5
  - Les membres du Consortium initiateur de l'offre et leur projet pour EMG 15
- Les enjeux de l'opération pour Europcar Mobility Group 22
  - Situation financière et opérationnelle du EMG 23
  - Les incidences et enjeux opérationnels 29
  - Les incidences RH de ce projet 33
- Les préconisations de SECAFI 41

Présentation de l’offre et des membres du Consortium

Les détails du projet de l'offre publique d'achat et du cadre légal

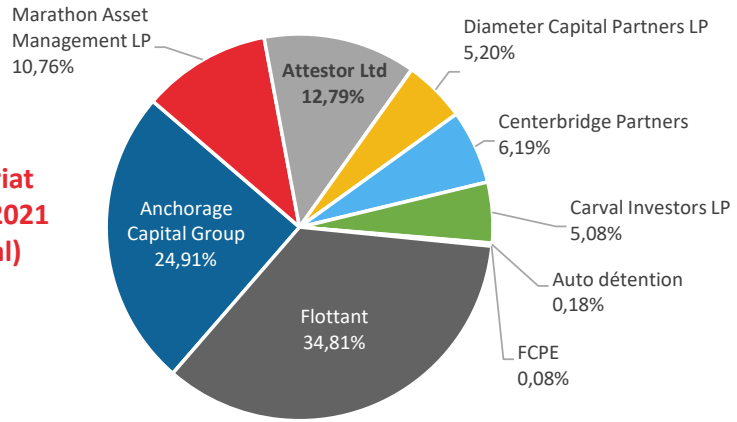
Les principales caractéristiques du projet d'offre

- Le projet d'offre a été annoncé fin juillet est fait à un prix de 0,50 €/action, ce qui propose une valorisation boursière du Groupe à 2 508 M€ :
  - La Valeur d'Entreprise du Groupe (qui tient compte de son endettement) ressort à 2 900 M€.
  - Ce prix a été relevé par rapport à la 1ère marque d'intérêt de la part du Consortium envoyée au Conseil d'Administration (0,44 €/action) soit 2 207 M€ de valorisation boursière.
  - Ce projet d'offre a reçu un accueil favorable de la part du Conseil d'Administration du Groupe. Celui-ci a en effet exprimé un avis positif préliminaire selon lequel l'opération est dans l'intérêt de la société, de ses actionnaires, salariés et autres parties prenantes. De ce fait, l'offre est considérée comme "amicale".
- Ce projet d'offre est accompagné d'un complément de prix de 0,01 €/action si le Consortium, à l'issue de l'offre, détient 90% du capital et des droits de vote, ce qui permettrait de mettre en œuvre un retrait obligatoire de la cote.
- Le Consortium a obtenu des principaux actionnaires du Groupe un engagement ferme d'apporter leurs titres à cette offre :
  - Cet engagement serait toutefois caduc en cas d'une offre concurrente à un prix plus élevé.
  - L'accord obtenu permet ainsi aux initiateurs de l'offre de potentiellement détenir plus de 68% du capital (selon le communiqué de presse du 28 juillet). Cette part inclut la participation déjà détenue par Attestor soit 12,8% (cf. page suivante sur la répartition du capital).
- Le Consortium initiateur de l'offre est composé de 3 acteurs Volkswagen, Attestor Capital et Pon Holdings à l'issue de la réalisation de l'opération.
- Il est prévu que ces 3 Groupes deviennent actionnaires d'une société créée pour cette opération par Volkswagen. Ce dernier serait actionnaire à hauteur de 66% environ, Attestor à hauteur de 27% et PON pour 7% :
  - Cette société serait dénommée Green Mobility Holdings et serait de droit luxembourgeois.
- Lors de l'annonce de ce projet d'OPA, un accord de soutien entre EMG et le Consortium a été signé afin de définir les termes et conditions de l'opération envisagée. Il définit divers engagements pris par les parties (exclusivité, coopération, engagement de gestion courante, indemnités de rupture, …)

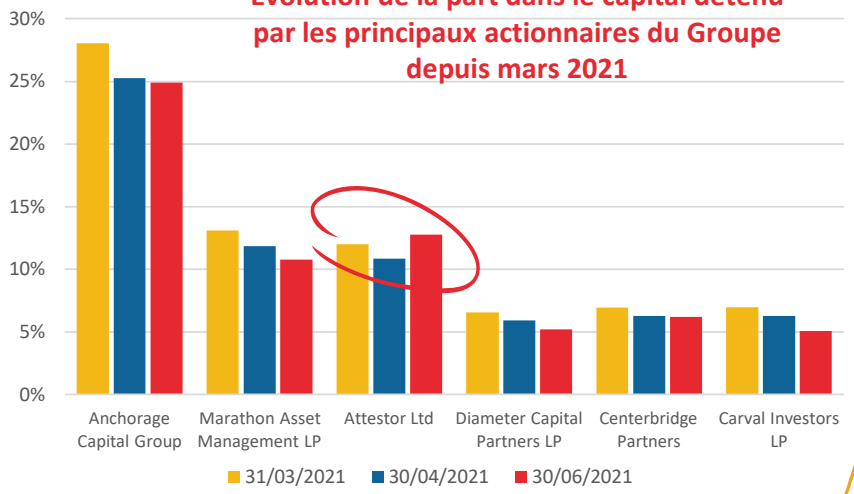
Un actionnariat au 30 juin 2021 concentré autour de 6 actionnaires

- Alors que fin 2020, les 3 principaux actionnaires recensés étaient Eurazeo SE (31,42%), DWS Investment (5,88%) et Merril Lynch (5,31%), la recapitalisation du Groupe intervenue début 2021 s'est traduite par l'arrivée de 6 fonds d'investissement dans le capital et la sortie des actionnaires antérieurement présents.
- À la suite de cette opération, les participations détenues par ces actionnaires ont évolué. Ces derniers les ont globalement réduites entre la fin mars et la fin juin 2021. Une seule exception : Attestor Ltd (membre du Consortium initiateur de l'offre) qui a vu sa participation progresser à fin juin à 12,79% contre 12,03% fin mars (et 10,85% fin avril).
- Le flottant représente la part du capital détenu par des actionnaires ayant une participation inférieure à 5%. Il regroupe aussi bien des investisseurs institutionnels, des sociétés de gestion que des particuliers. Il représentait 34,81% du capital à fin juin. Ce sont ces actionnaires que le Consortium va devoir convaincre à lui vendre leurs actions afin qu'il dépasse le seuil de 90% du capital.

Actionnariat au 30/06/2021 (% capital)



Évolution de la part dans le capital détenu par les principaux actionnaires du Groupe depuis mars 2021

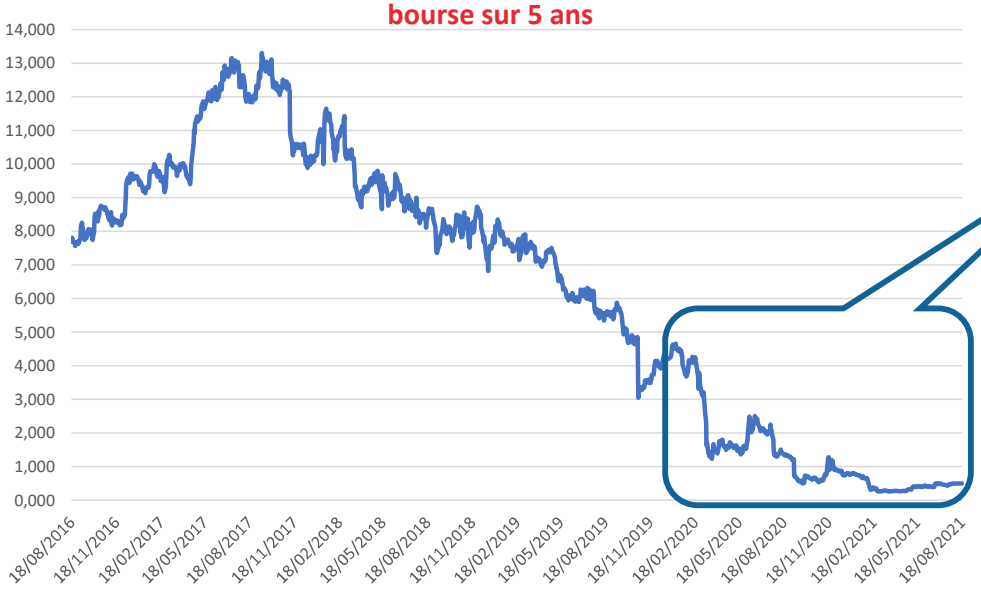


Sources : Document d'Enregistrement Universel 2020 / Brochure de convocation à l'AGM du 30/06/2021 / Document d'information-consultation remis au CSE le 04/08/2021

Un parcours boursier décevant depuis 5 ans

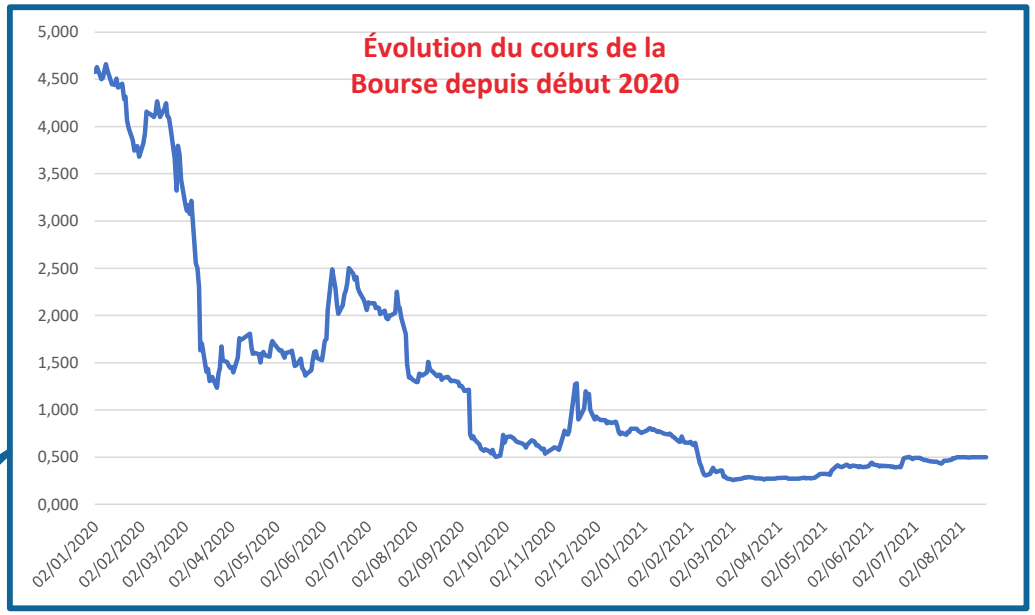
- Le groupe a été introduit en bourse en juin 2015 au prix de 12,25 €/action.
- Depuis cette date, le cours a enregistré en clôture un point haut à 13,305 €/action en septembre 2017 et un point bas à 0,258 €/action en mars 2021.

Évolution du cours de la bourse sur 5 ans



Sources : SECAFI selon données Euronext

Évolution du cours de la Bourse depuis début 2020



- L'offre annoncée à 0,50 €/action représente ainsi une prime d'environ :
  - +23% par rapport à la moyenne des cours de Bourse pondérée par les volumes échangés sur le mois avant le 1er article faisant état d'un projet d'offre par le Consortium fin juin 2021.
  - Cette prime atteint 44% si on prend comme référence une période de 3 mois avant cet article.
- Par ailleurs, depuis le 1er janvier 2021, le cours en clôture minimum a été de 0,258 € (début mars) et le cours en clôture le plus élevé de 0,808 € (début janvier).

Le prix proposé valorise le Groupe à 2,9 Md€, mais les méthodes de valorisation n'ont pas été encore communiquées

- En l'état actuel des informations disponibles, nous n'avons pas eu accès aux méthodes retenues par les banques-conseils du Consortium pour valoriser le Groupe EMG.
  - Ces éléments seront détaillés dans la note qui sera déposée auprès de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) dans les prochains jours.
- Les méthodes de valorisation généralement retenues proposent plusieurs approches basées sur différents critères. Parmi ces méthodes, on peut citer :
  - Comparables boursiers : appliquer à EMG les multiples de valorisation des sociétés cotées comparables en termes de secteur d'activité, de taille, de structure de coût et d'investissement,
  - Transactions comparables : appliquer à EMG les multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes concernant des sociétés comparables en termes de secteur d'activité, de taille, de structure de coût et d'investissement,
  - Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles : construire un business plan et actualiser les flux futurs, puis actualiser à l'infini le dernier flux dit normatif.
- Ces méthodes, si elles sont reconnues par la communauté financière, peuvent induire des biais, car :
  - La comparabilité des sociétés retenues dans les échantillons pour les deux premières méthodes n'est jamais parfaite,
  - Plus la société est petite, plus les résultats obtenus par la méthode d'actualisation des flux futurs sont sensibles aux hypothèses de business plan et de taux d'actualisation retenus, notamment le taux d'actualisation à l'infini du dernier flux normatif.
- D'autres méthodes peuvent également être utilisées en fonction des situations :
  - L'analyse du cours de Bourse et des éventuels programmes de rachat d'actions se fonde sur les cours cotés de EMG sur Euronext (ces approches sont souvent retenues comme méthodes secondaires donc plus indicatives que déterminantes),
  - Les méthodes de cours cibles et d'actif net comptable peuvent également être retenues. La première sera dépendante du nombre d'analystes qui suit le groupe (7 pour EMG) et l'actif net doit être représentatif de la valeur réelle des actifs détenus par EMG et/ou des perspectives de création de valeur liée à l'exploitation de ces actifs.
  - L'actualisation des dividendes futurs n'est applicable que si la politique de distribution de dividendes est représentative de la création de valeur engendrée par l'exploitation de l'entreprise.
  - Enfin, l'utilisation de la méthode de l'actif net réévalué offre une vision patrimoniale au moment de l'évaluation et ne permet pas d'évaluer la création de valeur future liée à l'exploitation de l'entreprise.

Les différentes étapes boursières de l'opération

- Le processus d'information / consultation intervient très tôt dans le processus puisqu'il est question à ce jour d'un projet d'offre publique d'achat et qu'aucun dossier n'a été encore déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
- Le dépôt d'un projet d'offre, et donc d'un dossier auprès de l'AMF, devrait intervenir d'ici la fin septembre. Cette étape se caractérise par le dépôt d'un projet de note d'information, qui présente aux investisseurs l'ensemble des caractéristiques de l'offre. Il est publié dès son dépôt, mais reste soumis à l'examen de l'AMF qui peut demander des modifications de fond et de forme.
  - L'AMF va alors instruire le dossier, demander des précisions ou des informations complémentaires au Consortium avant de valider l'offre. Dans la majorité des cas, cette phase dure environ 2 à 3 semaines. L'avis de conformité de l'offre est formellement émis par le collègue de l'AMF qui se réunit environ 1 fois toutes les 2 semaines. Cette attestation délivrée par l'AMF certifie que, après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information, la proposition de l'initiateur de l'offre est conforme à la règlementation en vigueur.
- Parallèlement, la société visée par l'offre dépose auprès de l'AMF son propre projet de note d'information en réponse à l'offre. Cette note en réponse est mise également à la disposition du public. Elle est soumise à l'examen de l'AMF et contient notamment l'avis motivé du conseil d'administration de la société sur l'offre et le cas échéant, l'attestation d'équité de l'expert indépendant qu'elle a désigné et l'avis du CSE (accompagné du rapport produit par l'expert qu'il aura désigné).
  - Un expert indépendant (le cabinet Ledouble SAS) a été désigné par le Conseil d'Administration le 17 juin 2021 afin d'apprécier les conditions financières de l'offre.
- Une fois l'offre jugée conforme par l'AMF, l'OPA pourra être officiellement ouverte pour une durée de 25 jours. Durant cette période, cette offre peut faire l'objet d'une réouverture par l'initiateur, d'une surenchère ou d'une contre-offre déposée par un tiers.
- À la clôture, l'AMF a un délai de 9 jours de négociation pour publier le résultat de l'offre sur son site internet.
- En cas de succès de l'offre publique (c'est-à-dire si l'offrant vient à détenir au moins 67% du capital ou des droits de vote), l'offre sera ré-ouverte pendant 10 jours de négociation supplémentaires, dans les mêmes conditions (afin de permettre aux actionnaires qui n'ont pas souhaité apporter leurs titres à l'offre initiale de les apporter).
- Si à l'issue de la période d'offre, les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de Europcar Mobility Group, l'initiateur pourra mettre en œuvre un retrait obligatoire, obligeant les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre à le faire et Europcar Mobility Group ne sera alors plus une société cotée (dans le cas contraire, Europcar Mobility Group restera cotée sur Euronext Paris).
  - Le retrait obligatoire doit être lancé dans les 3 mois qui suivent l'OPA et se traduit par la radiation des titres de la société cible de la cote.
  - Le Consortium envisage cependant de demander à l'AMF de mettre en œuvre un retrait obligatoire si le nombre d'actions non apportées à l'offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'offre.

Une contre-offre est-elle possible ?

- D'un point de vue technique, oui :
  - Un autre acteur (seul ou en Consortium) peut déposer un projet d'offre auprès de l'AMF,
  - Cette possibilité est ouverte jusqu'à 5 jours de négociation avant la clôture de l'OPA.
- Dans les faits, un tel scénario apparait actuellement peu probable :
  - Le projet actuel ayant reçu un accueil favorable par le Conseil d'Administration, l'offre est considérée comme amicale. De ce fait, faire une contre-offre serait plutôt risqué pour un tiers, et cela d'autant plus que le projet actuel a une vision plus industrielle que financière,
  - Les échanges et discussions préliminaires entre EMG et le Consortium sont plutôt bien avancés. Un tiers aurait donc un certain retard à rattraper et une moins bonne connaissance de EMG,
  - Afin d'avoir une bonne probabilité de réussir sa contre-offre, ce nouvel acteur devrait proposer un prix sensiblement plus élevé, ce qui réduirait d'autant le retour sur investissement possible ou nécessiterait de mettre en place un projet plus agressif.

Ce que doit contenir une note de projet d'offre déposée à l'AMF

Ce document est central dans une OPA, car il regroupe un grand nombre d'informations sur les initiateurs de l'offre. L'AMF a défini les différentes rubriques et informations que cette note doit contenir parmi lesquelles on trouve :

- L'identité de l'initiateur ainsi que les banques-conseils avec lesquelles l'initiateur a travaillé.
- Les circonstances de l'opération : les motifs et les intentions de l'initiateur, les éventuelles discussions avec les actionnaires actuels de la cible (promesses d'achat et/ou de vente, pactes d'actionnaires, …).
- Les éventuelles clauses suspensives de l'offre (avis des autorités de la concurrence, …).
- Les termes précis, les modalités et les caractéristiques de l'offre, à savoir le prix offert, le nombre et la nature des titres visés, les conditions suspensives (nombre minimum de titres en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive), le calendrier prévisionnel de l'offre, les conditions de financement de l'opération, …
- Les éléments d'appréciation du prix offert, les méthodes de valorisation, les hypothèses de calcul, … Dans tous les cas, les méthodes retenues ou écartées doivent être dument justifiées.
- Les intentions de l'acquéreur vis-à-vis de société visée par l'offre pour une durée couvrant au moins les douze mois à venir. Cette partie couvre aussi bien des enjeux opérationnels et industriels (poursuite de l'activité, intégration-rapprochement avec d'autres activités déjà détenues par l'initiateur de l'offre, partenariats, synergies, …), juridiques (fusions, rapprochement de sociétés, …), sociaux (évolution de l'emploi, restructurations envisagées, fermetures d'activité ou de site, …) ou encore actionnariaux (politique de distribution de dividendes, gestion des actionnaires minoritaires, …).
- Les personnes assumant la responsabilité de la note d'information pour l'initiateur de l'offre ainsi que pour la banque-conseil présentant l'offre.

Validation de l'opération par les autorités de la concurrence - Cadre

- Une autre étape structurante de ce projet concerne la notification de l'opération auprès des autorités de la concurrence. En effet, la règlementation européenne et le code de commerce prévoient qu'une opération de concentration doit être notifiée à l'Autorité compétente avant sa réalisation. La notification peut intervenir dès lors que la ou les parties concernées sont en mesure de présenter un projet suffisamment abouti pour permettre l'instruction du dossier et notamment lorsqu'elles ont conclu un accord de principe, signé une lettre d'intention ou dès l'annonce d'une offre publique.

- Suivant les périmètres et les tailles des entreprises impliquées, cette étape peut se réaliser soit auprès des autorités françaises (ADLC) soit auprès de la Commission Européenne.

  - Au niveau français, une opération doit être notifiée dès lors que le chiffre d'affaires total mondial hors taxes de l'ensemble des entreprises ou groupes des personnes physiques ou morales parties à la concentration est supérieur à 150 M€, le chiffre d'affaires total hors taxes réalisé en France par au moins deux des entreprises ou groupes des personnes physiques ou morales concernées est supérieur à 50 M€ et que l'opération n'entre pas dans le champ d'investigations de la Commission Européenne.

  - Au niveau Européen, une opération est soumise à un contrôle préalable si d'une part, le chiffre d'affaires mondial réalisé par toutes les entreprises concernées (y compris leurs filiales et les entreprises qu'elles contrôlent ou qui les contrôlent) représente un montant supérieur à 5 Mds€ et, d'autre part, au moins deux de ces entreprises (prises individuellement) réalisent chacune dans l'Union européenne, un chiffre d'affaires d'un montant supérieur à 250 M€.

  - À noter que, même si les montants ci-dessus ne sont pas atteints, une opération de concentration doit être notifiée à la Commission dès lors que les quatre seuils cumulatifs ci-après sont atteints :

    - *le CA total mondial de l'ensemble des entreprises concernées > 2,5 Mds€*
    - *dans chacun d'au moins 3 États membres, le chiffre d'affaires total réalisé par toutes les entreprises concernées est supérieur à 100 M€*
    - *dans chacun d'au moins 3 des États membres visés ci-dessus, le chiffre d'affaires total réalisé individuellement par au moins 2 des entreprises concernées est supérieur à 25 M€*
    - *le chiffre d'affaires total réalisé individuellement dans l'Union par au moins 2 des entreprises concernées représente un montant supérieur à 100 M€.*
    - *Dans tous les cas, même si ces conditions sont réunies, le contrôle est écarté lorsque chacune des entreprises concernées réalise plus des deux tiers de son chiffre d'affaires total dans l'Union à l'intérieur d'un seul et même État membre => contrôle national.*

  - Lorsque les conditions ci-dessus sont remplies, l'opération de concentration atteint une « dimension européenne » et relève de la compétence exclusive de la Commission européenne.

Validation de l'opération par les autorités de la concurrence - Délais

- Concernant le projet du Consortium, cette étape se déroulera au niveau de la Commission Européenne. Par ailleurs, des notifications seront également faites dans les autres pays hors UE, et notamment aux États-Unis.
  - Hors UE, compte tenu des positions de marché soit d'EMG ou d'un des membres du Consortium (principalement VW), ces enquêtes ne devraient pas soulever de points majeurs ou bloquants.
    - *Les présences aux USA du Groupe VW et de EMG sont limitées,*
    - *Dans d'autres pays où des enjeux ont été identifiés, les risques apparaissent là aussi limités notamment du fait que le groupe EMG est présent via des franchisés et non en direct.*
- L'opération de concentration doit être notifiée à la Commission avant sa réalisation dès lors qu'elle est suffisamment aboutie (intention de conclure un accord, entrée en négociation exclusive par exemple ou annonce d'un projet d'OPA).
- Une fois la notification faite, la Commission dispose alors d'un délai de 25 jours ouvrables pour décider si elle engage ou non la procédure de contrôle approfondi. Passé ce délai, son silence vaut acceptation. C'est la phase 1 du processus.
- Si, après les travaux réalisés durant cette Phase 1, des doutes sérieux sur la compatibilité de l'opération avec le marché commun persistent alors le processus entre dans le Phase 2 :
  - À compter de la décision faisant état de "doutes sérieux", un nouveau délai court sur une période maximale de 90 jours ouvrables.
  - Ce délai peut être prorogé en fonction de discussions entre les parties ou d'engagements proposés à la Commission Européenne
  - En théorie, et dans des cas rares, le délai maximum peut alors atteindre 125 jours ouvrables. Et, si la Commission déclare une opération incompatible et que l'opération a déjà été réalisée, elle peut ordonner la séparation des entreprises ou des actifs regroupés ou toute autre action appropriée pour rétablir une concurrence effective.
- En l'état actuel du dossier, la Direction de EMG n'anticipe pas que la Commission Européenne enclenchera la Phase 2.
- Des discussions ont déjà eu lieu avec la Commission Européenne au cours des dernières semaines afin de préparer au mieux le dossier déposé et d'anticiper les demandes et les attentes de la Commission.

Les membres du Consortium initiateur de l'offre et leur projet pour EMG

Volkswagen

- Le Groupe Volkswagen est le 1er constructeur automobile eu Europe et se partage le leadership mondial avec Toyota :
  - La naissance de Stallentis rebat cependant les cartes puisqu'il est devenu le n°1 en Europe sur le 1er trimestre 2021
  - Le Groupe Volkswagen a ainsi produit en 2020 8,9 millions de véhicules (-18% vs 2019) via ces 12 principales marques
  - Il a réalisé 223 Mds€ de revenus en 2020 (vs 253 Mds€ en 2019, soit -12%) et un résultat opérationnel courant de 10,6 Mds€ (vs. 19 Mds€ en 2019)
  - La division automobile a dégagé un cash-flow net de 6,4 Mds€ (contre 10,8 Mds€ en 2019) et affiche une situation nette de trésorerie de 27 Mds€
  - Il comptait 662 600 employés à travers le monde au 31/12/2020
- L'actionnariat du Groupe est stable avec Porsche qui détient 31% du Groupe, le Qatar 14%, l'État de Basse-Saxe 12% :
  - 26% sont détenus par d'autres investisseurs étrangers institutionnels
- Comme tous les constructeurs automobiles, le groupe gère la transformation de sa production et de son modèle économique et ambitionne de passer du statut de constructeur à celui de "fournisseur global de mobilité" :
  - Pour ce faire, les investissements du Groupe et son effort en R&D devraient sur l'ensemble de l'année 2021 atteindre 13% de ses revenus (soit plus de 20 Mds€). Au global, d'ici 2025, le Groupe ambitionne d'investir autour de 150 Mds€ dont la moitié sera consacrée au développement de nouvelles technologies à l'électrification et aux logiciels
  - Dans un contexte de fortes évolutions des enjeux de mobilité, me PDG du Groupe Volkswagen estime toutefois que « les déplacements automobiles individuels devraient représenter encore 85% de la mobilité en 2030 »
- Dans ce contexte, le Groupe souhaite développer une plateforme de mobilité de premier plan afin de répondre à une demande croissante de nouvelles solutions innovantes
  - À titre d'illustration sur l'abonnement automobile : dans 10 ans, les abonnements automobiles pourraient facilement devenir un marché de 30 à 40 milliards de dollars (selon une étude du BCG). La formule pourrait alors concerner 15% des ventes de voitures neuves, soit un volume de 5 à 6 millions d'abonnements.

Attestor

- Attestor est une société de gestion d'actifs basée à Londres fondée en 2012 par Jan-Christoph Peters.
- Cette société gère pour le compte de ses clients, des investisseurs, leurs fonds. Sa politique de gestion de ces fonds est d'investir avec un horizon à long terme dans des entreprises en situation de redressement.
  - Les investisseurs qui apportent leurs fonds à Attestor sont pour l'essentiel des family office (organisation qui gère le patrimoine d'une famille) recherchant des solutions d'investissement élaborées et des dotations universitaires (qui regroupent les dons d'argents et d'autres actifs qui sont légués aux universités et qui ont vocation à financer les missions d'enseignement, de recherche et de service public de ces universités, américaines pour l'essentiel)
- La société gère actuellement 5,5 Md€ et détient des participations dans :
  - Une banque autrichienne (Kommunalkredit Austria) et une banque irlandaise (Dilosk)
  - Des activités dans le secteur du tourisme telles que des hôtels (en Italie et aux Pays-Bas) ou une compagnie aérienne (Condor en Allemagne)
  - Des activités industrielles (Ferroli, leader européen des chaudières et climatiseurs)
- La stratégie d'investissement de ce fonds se veut avec une vision long terme et spécialisé dans l'investissement de sociétés en situation de retournement. Le fonds intervient également dans des secteurs d'activité réglementés ou avec un regard attentif des autorités.

- Quelle durée moyenne des prises de participation ?
  - Les fonds d'investissement, généralement, ont un horizon d'investissement compris entre 2 et 10 ans … avec une durée moyenne autour de 4 à 5 ans.
  - Ces durées dépendent de plusieurs facteurs : la vitesse de redressement de la société acquise, la durée de vie du véhicule (ou fonds) étant actionnaire, les opportunités de cessions …

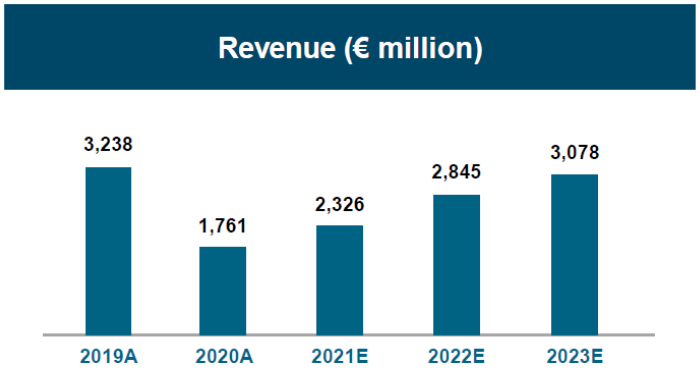
Pon Holdings

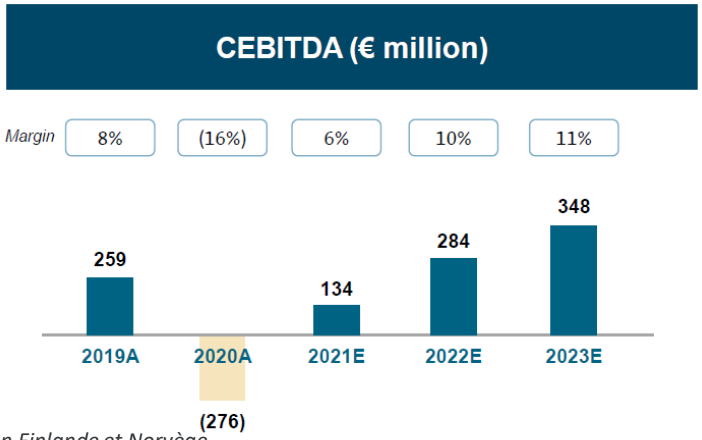
- Pon Holdings BV est un conglomérat néerlandais qui opère dans les secteurs de l'automobile et des transports à travers de nombreuses filiales. Cette société fondée en 1980 par Ben Pon (junior), ancien pilote de course automobile et fils de Ben Pon (devenu importateur de Volkswagen aux Pays-Bas en 1947) s'inscrit dans l'histoire d'une entreprise familiale née en 1895.
- Le Groupe compte aujourd'hui environ 14 000 collaborateurs dans 36 pays.
- Parmi les 85 filiales que détient le Groupe Pon dans 40 pays, certaines sont notamment impliquées dans des activités telles que :
  - Distribution des marques automobiles grand public et de véhicules utilitaires aux Pays-Bas, principalement du Groupe Volkswagen,
  - Exploitation de plusieurs garages
  - Importation de produits Continental et propriétaire de Reifen Gundlach, Summa Tyres et Euro-Tyre (activités de commercialisation, entretient de pneus et fabrication/commercialisation de jantes)
  - Leasing automobile (via Dutchlease)
  - La mobilité via vélo ou solutions électriques avec Swapfiets (solution de mobilité, via vélo ou solution de mobilité électrique par abonnement, présent aux Pays-Bas, en Allemagne, Belgique, Danemark, France, Italie, Royaume-Uni et Espagne), et des marques telles que Gazelle (Pays-Bas), Derby Cycle / Kalkhoff, Focus (Allemagne), Cervélo (Canada), Urban Arrow (vélo cargo électrique aux Pays-Bas), ou encore Santa Cruz Bicycles (USA- Californie).
  - Le Groupe détient par ailleurs des activités de services et produits industriels (mobilité industrielle, contrôle de flux et d'assistance technique de haute technologie, assistance technique, …)
- Le Groupe a un actionnariat 100% familial et a enregistré des revenus de 7,3 Md€ en 2020 et un EBITDA de 351 M€ (soit une marge autour de 4,8%)
  - À titre de comparaison, en 2019, le Groupe affichait des revenus de 7,6 Mds€ et un EBITDA de 429 M€ (soit une marge d'environ 5,6%).

Le projet présenté par le Consortium lors de l'annonce du projet d'OPA

- Par cette opération, le Consortium ambitionne d'être un acteur incontournable sur le marché de la mobilité.
  - Pour ce faire, il estime nécessaire d'exploiter une seule plateforme intégrée, permettant de proposer des offres adaptées aux attentes des clients tout en optimisant l'utilisation des véhicules et les coûts afférents à leur immobilisation.
  - De fait, il envisage que EMG devienne cet acteur et qu'il soit le partenaire privilégié de Volkswagen en vue de développer de nouvelles solutions et de nouveaux services. EMG serait ainsi "la pierre angulaire de la future plateforme mobilité de Volkswagen".
- Volkswagen, actionnaire majoritaire du Consortium a fait part de son ambition de devenir un fournisseur leader de mobilité individuelle à l'ère électrique et entièrement connectée. Dans le cadre de son plan « New Auto » Strategy 2030, il estime que d'intégrer une plateforme de 1er plan dédiée à la mobilité est une priorité et que, du fait de son savoir-faire, de sa flotte et de son réseau actuel, EMG contribuerait à accélérer la réalisation de cet objectif.
  - Il a considéré qu'en s'appuyant sur des partenaires tels que Attestor Limited et de Pon Holding BV, la transformation d'EMG afin de fournir des solutions de mobilité nouvelles et innovantes en sera que plus efficace. CE point est d'autant plus important que le marché de la mobilité est en pleine croissance et évolue très rapidement.
  - De ce fait Attestor Limited apporterait son expertise en matière de transformation et Pon son savoir-faire en matière de services liés à la mobilité et de vente au détail/expérience clients. Ce dernier met en avant son expérience dans la multi-offre de mobilité, qu'il s'agisse de voitures, de vélos, de scooters ou d'autres services de mobilité et la puissance d'une plateforme intégrée.
- L'offre et le projet industriel présenté n'auraient pas, selon les déclarations du Consortium, d' "incidence significative sur l'emploi et la gestion des ressources humaines actuellement conduite au sein d'EMG".
- Dans la communication envoyée aux élus du CSE le Consortium s'est engagé "sous réserve naturellement que cela soit cohérent avec la situation économique des sociétés françaises à maintenir le nombre de salariés en équivalent temps plein en France pendant une période de 12 mois minimum à compter de la réalisation de l'offre".

Les projections financières du Consortium pour EMG





Sources : Document Consortium
Données hors IFRS 16
2019 en données proforma incluant les activités de Fox et des anciens franchisés en Finlande et Norvège

- Les projections présentées par les membres du Consortium sont assez proches de celles du Groupe, à savoir :
  - Un objectif de revenus à horizon 2023 qui retrouve les niveaux d'avant crise COVID (chiffres « revus » par rapport aux projections de la Direction qui tiennent compte notamment des performances du Groupe sur le 1er semestre 2021)
  - Une amélioration sensible de l'EBITDA ajusté et de la marge pour retrouver des niveaux historiques. Cette évolution serait permise notamment par la transformation du Groupe et de son IT
- Ces chiffres demanderont cependant à être précisés à plusieurs niveaux :
  - Évolution de structure des coûts et objectifs financiers associés aux enjeux de transformation (comment contribuent-ils au redressement des marges ?)
  - Évolution du cash-flow, enveloppe des investissements prévus et financement de ces derniers.
- Pour mémoire, au vu de la situation encore incertaine et fortement volatile jusqu'à maintenant et sans vision sur la période estivale 2021 sur les territoires sur lesquels il évolue, le Groupe n'a pas indiqué une guidance sur les objectifs financiers du groupe pour 2021.

La structuration du Consortium et son financement

- Les 3 membres du Consortium seront actionnaire d'une nouvelle structure de droit luxembourgeois créée à cette occasion : Green Mobility Holdings (GMH).
  - Elle sera détenue à hauteur d'environ 66% par Volkswagen AG, 27% par Attestor Limited et 7% par Pon Holdings BV à l'issue de la réalisation de l'opération.
- Volkswagen ne devrait pas consolider sa participation :
  - Bien que Volkswagen détienne une participation majoritaire dans la société holding commune, le Groupe ne contrôlera ni le Consortium ni Europcar. De ce fait, ni GMH ni Europcar ne seront consolidés dans le groupe Volkswagen.
  - Les annonces faites assurent que la structure de gouvernance de GMH sera équilibrée, ce qui permettra de tirer parti des forces de chaque partenaire du Consortium.
- La Gouvernance du GMH prévoit une organisation autour de 6 membres, 2 par membre du Consortium avec des décisions prise à la majorité.

- Cette structure Green Mobility Holdings (GMH) se portera acquéreur des actions de EMG et financerait cette opération uniquement par des fonds propres apportés par les actionnaires :
  - Cette société ne serait donc pas endettée.
  - Il n'est pas prévu par ailleurs de fusion entre cette société et EMG

Les enjeux de l’opération pour Europcar Mobility Group

Situation financière et opérationnelle du EMG

Résultats à fin juin 2021 : une forte réduction des pertes dans un contexte de reprise de l'activité

INDICATEURS CLÉS PAR TRIMESTRE (EN M€ SAUF INDICATIONS CONTRAIRES)

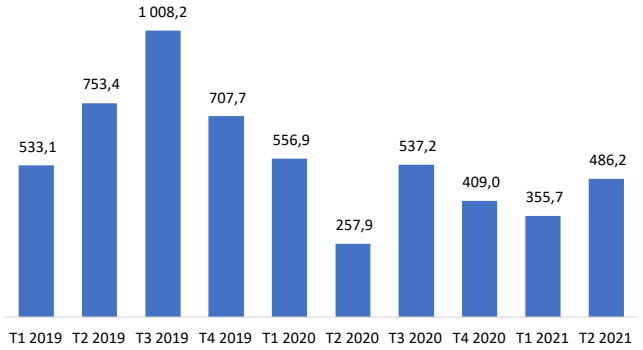
	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021
Revenus	533,1	753,4	1 008,2	707,7	556,9	257,9	537,2	409,0	355,7	486,2
Flotte moyenne (k)	264,0	326,6	395,0	325,1	287,2	252,2	243,0	208,8	187,3	210,0
Nb de jours de location (M)	17,5	22,9	29,1	21,5	17,4	9,4	16,2	13,4	11,6	14,3
Taux d'utilisation	73,5%	77,1%	80,0%	72,0%	66,4%	40,8%	72,5%	70,0%	69,9%	74,9%
EBITDA Ajusté	-38,6	96,0	247,4	59,5	-64,1	-144,5	54,4	-17,8	-44,4	19,7
Marge EBITDA Ajusté	-7,0%	12,7%	24,5%	8,4%	-11,5%	-56,0%	10,1%	-4,4%	-12,5%	4,0%
Résultat Net	-63,5	-1,6	129,0	-30,5	-105,0	-181,2	-9,7	-348,9	-76,7	-46,1

Sources : Document Société
Données publiées, en IFRS 16

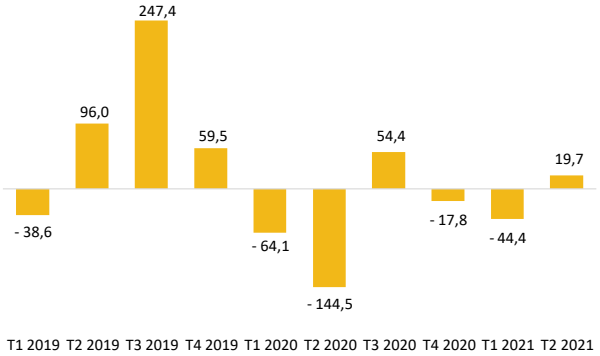
- À fin juin 2021, le Groupe affiche des revenus de 841,9 M€ et un EBITDA Ajusté de -24,8 M€.
- Sur le 2ème trimestre, le Groupe a enregistré un net rebond de ses revenus : +88% avec une forte progression des volumes par rapport au T2 2020 ainsi qu'une hausse des tarifs sur les segments "Cars" :
  - Après plusieurs trimestres de réduction de la taille de flotte de véhicules, celle-ci a progressé sur le 2ème trimestre pour atteindre en moyenne 210 000 véhicules. Cette progression a été accompagnée d'une hausse du taux d'utilisation des véhicules qui tend vers 75%.
- La poursuite de la réduction des coûts directs et variables ainsi que des coûts fixes et semi-fixes a permis au Groupe de dégager un EBITDA Ajusté positif de 19,7 M€ (contre une perte de -144,5 M€ sur T2 2020).
- Au final, le Groupe affiche sur le 1er semestre 2021 une perte nette de -123 M€ (contre -286 M€ sur le 1er semestre 2020) et bénéficie, au-delà de l'amélioration des performances opérationnelles, d'une réduction des charges financières à la suite de la recapitalisation du Groupe intervenue en février 2021.

Résultats à fin juin 2021 : principaux indicateurs

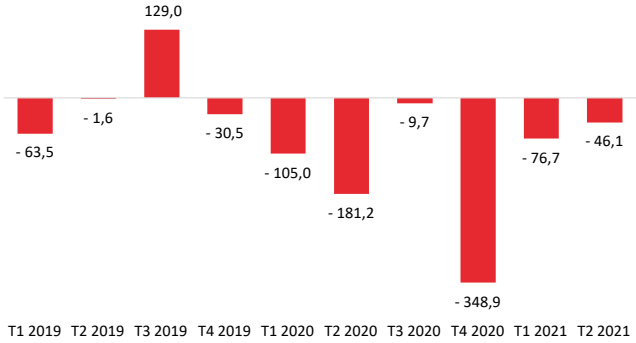
REVENUS (EN M€)



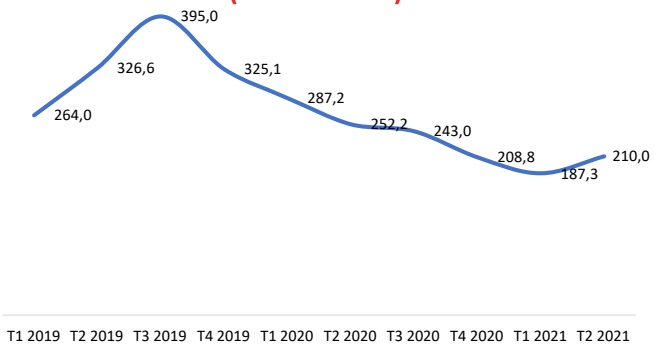
EBITDA AJUSTÉ (M€)



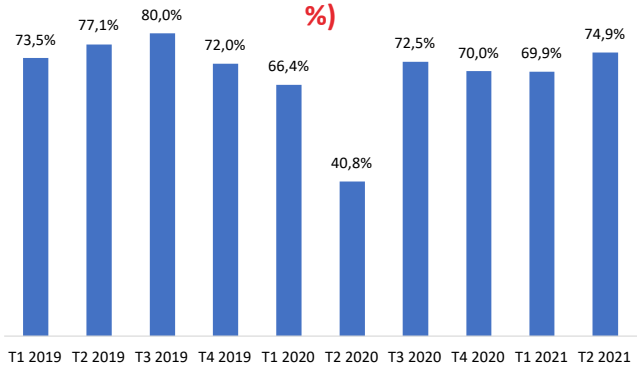
RÉSULTAT NET (M€)



FLOTTE MOYENNE (EN MILLIERS)



TAUX D'UTILISATION (EN %)



Sources : Document Société
Données en IFRS 16

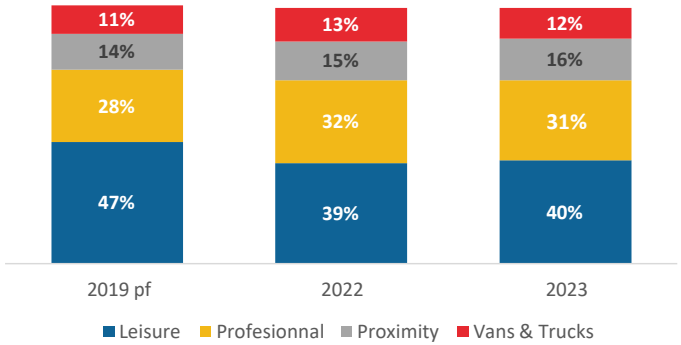
Rappel de la trajectoire financière présentée lors de la recapitalisation

INDICATEURS FINANCIERS CLÉS DU PLAN 2021/2023 (EN MDS€)

	2019 pf	2020	2021	2022	2023
Revenus	3,24	1,93	2,54	2,89	3,32
EBITDA Ajusté	0,26	-0,24	0,15	0,27	0,37
Marge EBITDA Ajusté	8,0%	-12,4%	5,7%	9,2%	11,3%
Corporate Free Cash Flow Opérationnel	0,12	-0,42	-0,20	0,10	0,22

Sources : Document Société
Données hors IFRS 16
Pour le Corporate Free Cash Flow Opérationnel, les donnés 2019 sont des données reportés et non pro forma

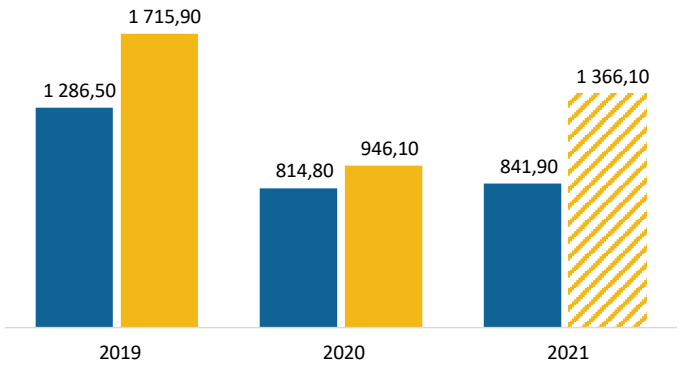
ÉVOLUTION PROJETÉE DU MIX-PRODUIT DU GROUPE D'ICI 2023



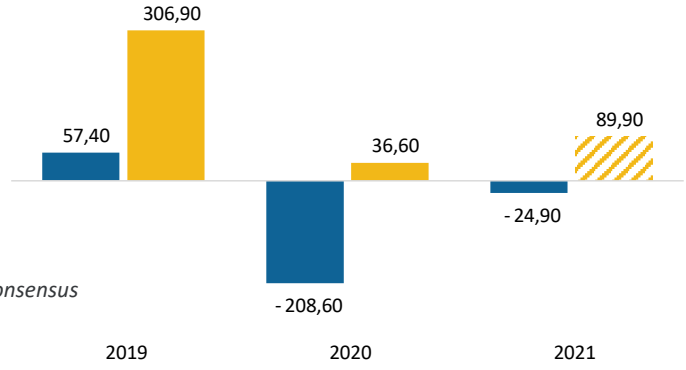
- À l'automne 2020, lors de la présentation du projet de recapitalisation du Groupe EMG, la Direction avait présenté la trajectoire financière ci-dessus. Celle-ci tablait notamment sur :
  - Un retour à un niveau de revenus de 2019 à l'horizon 2023. Les revenus du Groupe sur cette période devraient par ailleurs connaitre une évolution de leur structure. Les activités « Leisure » devraient en effet voir leur poids relatif se réduire (de 47% à 40% entre 2019 pf et 2023e) à la faveur des autres activités du Groupe et plus particulièrement des activités « Professional » et « Vans & Trucks »,
  - Ce plan induit ainsi une croissance des revenus du Groupe entre 2021e et 2023e d'environ +14%/an,
  - Le retour à un EBITDA positif dès 2021 est attendu via notamment le plan d'économies "Reboot" mis en œuvre au printemps 2020. Le Groupe devrait cependant attendre 2022 pour être à nouveau dans une situation de génération de trésorerie opérationnelle (Corporate Free Cash Flow Opérationnel).
- C'est sur la base de ces projections que le Groupe a structuré sa recapitalisation qui a été parachevée fin février 2021.

Projections 2021 : une trajectoire difficile à atteindre ?

REVENUS PAR SEMESTRE (M€)



EBITDA AJUSTE PAR SEMESTRE (M€)

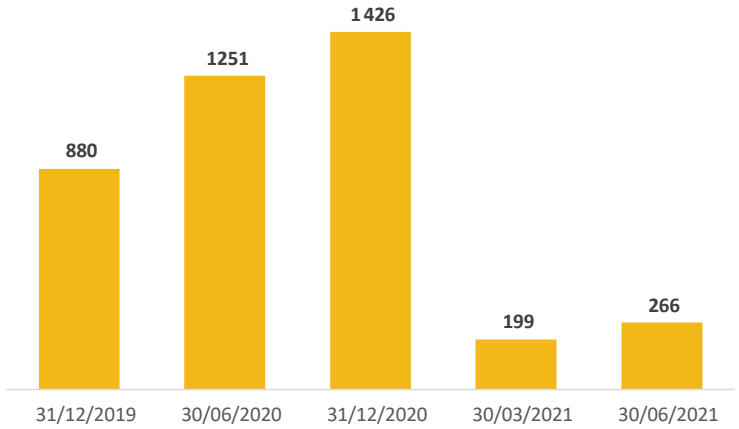


Sources : Document Société, consensus
Données publiées post IFRS 16

- Le consensus d'analystes financiers qui suivent les performances du Groupe tablait, au 06/07/2021, sur des revenus 2021 de 2 208 M€ et un EBITDA de 65 M€.
  - Ce consensus s'attend donc à des revenus inférieurs à ceux indiqués dans la trajectoire présentée lors de la recapitalisation et un niveau d'EBITDA pour sa part globalement plus élevé à celui indiquée dans la trajectoire financière.
- Au regard des résultats du 1er semestre, cela sous-entend que le groupe devrait atteindre sur le 2nd semestre :
  - Des revenus de 1 366 M€ contre 946 M€ sur le S2 2020 et 1 716 M€ sur S2 2019 …
  - … et un EBITDA de 90 M€ (soit 6,6% des revenus contre 3,9% en S2 2020 et 19,8% sur S2 2019)
- Dans le contexte économique et sanitaire actuel, ce niveau d'activité et de résultats opérationnels peut apparaitre élevé :
  - Même si l'activité est bien orientée par rapport à 2020, la flotte de véhicules a été fortement réduite, ce qui limite la capité de rebond des revenus du Groupe. La flotte était de 210 K véhicules sur S1 2021 contre 199 K sur S1 2020, mais 324 K sur S1 2019 (soit 50% de flotte en plus que sur S1 2021). Cet effet a cependant été pour une part compensé par une hausse des tarifs.
  - Le redressement de l'EBITDA serait porté par le plan d'économie mis en œuvre (« Reboot »), qui a fortement contribué à réduire les pertes de plus de 180 M€ sur le S1 2021. Ce projet a été mené a bien (il a été "arrêté" en juillet 2021) et devrait continuer à produire ses effets. Toutefois, l'ensemble du réseau n'a pas repris une activité "normale" et les évolutions sanitaires, d'un pays à l'autre, évoluent rapidement et peuvent impacter l'activité.

Une situation financière assainie suite à la recapitalisation

ÉVOLUTION DE LA DETTE NETTE CORPORATE



Sources : Société

- Après une année 2020 difficile et une dette nette Corporate qui a atteint plus de 1,4 Md€ (soit plus de 3,7 fois l'EBITDA Ajusté 2019), la recapitalisation intervenue et finalisée en février 2021 a permis de réduire celle-ci à 93 M€ (données pro forma au 31/12/2020).
  - Sur le 1er semestre 2021, le Groupe a continué à voir sa dette nette progresser compte tenu des pertes opérationnelles enregistrées.
- Cette recapitalisation a permis au Groupe de retrouver une situation plus sereine et de relancer un certain nombre de projets de développement. Toutefois, il reste encore dans une situation fragile :
  - Une nouvelle consommation de cash est attendue en 2021 puisque la dette nette Corporate, selon la Direction du Groupe pourrait atteindre 300/350 M€ fin 2021. La consommation de cash atteindrait ainsi 200 à 250 M€ sur l'exercice en cours.
  - Le Groupe table sur une légère consommation de trésorerie en 2022 et un excédent de cash à partir de 2023.

Les incidences et enjeux opérationnels

Un projet industriel qui reste à écrire et à détailler

- Au regard des informations disponibles à ce jour, le discours du Consortium reste très global et donne les grandes lignes des objectifs fixés :
  - Transformer EMG en une plateforme leader pour les concepts de mobilité dans les prochaines années.
  - Être une brique au cœur de la stratégie du Groupe Volkswagen et participer à sa transformation en une entreprise de technologie de mobilité leader au niveau mondial.
- La déclinaison opérationnelle n'est toutefois pas décrite :
  - Les attentes du Groupe Volkswagen vis-à-vis de EMG apparaissent fortes : comment les deux Groupes vont travailler ensemble pour converger sans pour autant être intégré ?
  - Quels sont les attentes et le rôle opérationnel que comptent jouer Pon et Attestor ?
  - Quels seront les liens opérationnels entre les équipes d'EMG et celles des différents membres du Consortium ?
  - Quelles sont les transformations à mener au sein de EMG ? Avec quels objectifs et quel calendrier ?
  - Quelles synergies opérationnelles sont envisagées ? À quel horizon et avec quels résultats attendus ?
- De fait, les incidences sur l'emploi ne peuvent pas être clairement identifiées
  - Les engagements pris sur ce volet par le Consortium se veulent rassurants. Telles que formulées actuellement, elles restent globalement standards et peu engageantes.
    - *Standards, car elles sont assez conformes aux engagements que peuvent prendre des repreneurs potentiels dans des contextes similaires, notamment en matière d'incidences sur les instances représentatives du personnel (du fait de la nature capitalistique de l'opération) ou encore de durée de l'engagement,*
    - *Peu engageantes, car elles portent sur le périmètre français seulement et sur une vision quantitative de l'emploi.*
- Il apparait de ce fait important qu'une présentation détaillée du plan stratégique du Consortium puisse être présentée et détaillée devant les instances représentatives du personnel. Cette présentation devra inclure les incidences attendues en matière d'emploi, de compétences et d'évolutions organisationnelles.

Forces & Faiblesses pour EMG

FORCES

- Marque, portefeuille d'activités et présence géographique du Groupe EMG
- Situation financière consolidée et offrant plus de visibilité et situation opérationnelle du Groupe post-COVID qui permet d'envisager un rebond rapide et un retour aux bénéfices
- Les savoir-faire et ambitions des différents membres du Consortium
- Une feuille de route et un plan stratégique plutôt ambitieux sur les enjeux IT, digitaux et des nouveaux modes de mobilité soutenue par le Consortium

FAIBLESSES

- Un modèle économique du Groupe qui serait fortement modifié par cette opération :
  - Les activités Loisirs sont encore le cœur de métier du Groupe mais elles restent encore impactées par le contexte économique et sanitaire actuel et liées à la reprise d'autres secteurs tels que le transport aérien.
  - Par ailleurs ces activités restent saisonnières, ce qui limite la capacité du Groupe a avoir une gestion optimale de sa flotte mais aussi de ses flux financiers.
- Une consommation de trésorerie anticipée en 2021 et début 2022
- Un IT en cours de transformation avec des enjeux opérationnels et financiers forts
- Une capacité à reconstituer sa flotte de véhicule rendu plus difficile par l'annonce des discussions avec Volkswagen.

Menaces & Opportunités pour EMG

MENACES

- Gouvernance du Consortium et relations entre les membres du Consortium
  - Au regard de leur profil, ils auront des horizons d'investissement différents, potentiellement plus court pour Attestor.
  - Une divergence de vision stratégique éventuelle.
- Intégration dans un Groupe Industriel comme Volkswagen :
  - Une intégration au sein d'un Groupe de cette taille présenterait un risque pour EMG d'un point de vue culturel, mais aussi opérationnel et pourrait mettre en péril le projet industriel présenté.
- Stratégie très axée sur les nouvelles mobilités
  - L'avenir et la transformation du Groupe auront des incidences sur les activités historiques, son réseau d'agences et son maillage.
- Impact social de la transformation annoncée du Groupe
  - De fait, au-delà des déclarations du consortium, la mise en place de la stratégie annoncée aura des conséquences en termes sociaux, soit en termes d'emplois, soit en termes de compétences et d'implantation des équipes.

OPPORTUNITÉS

- Participer à la construction d'un leader européen de la mobilité
  - Le projet présenté est un projet industriel et à long terme
- Établir des relations privilégiées avec les membres du Consortium
  - Les relations avec Volkswagen ou PON permettraient de faciliter la transformation du Groupe et ainsi de maintenir sa place de leader.
- Intégrer des Groupes industriels ayant une vision du secteur et de la mobilité assez proche et convergente avec celle de EMG
  - Les visions des membres du Consortium et celles de la direction de EMG sont assez proches et ne devraient donc par induire de rupture forte
- Cette opération offre une vision à Moyen/Long Terme d'un point de vue actionnarial
  - Le groupe va retrouver un actionnariat plus stable avec une vision plus industrielle et moins financière.

Les incidences RH de ce projet

Évolution des effectifs par pays (1/2)

RÉPARTITION DES EFFECTIFS PHYSIQUES PAR PAYS

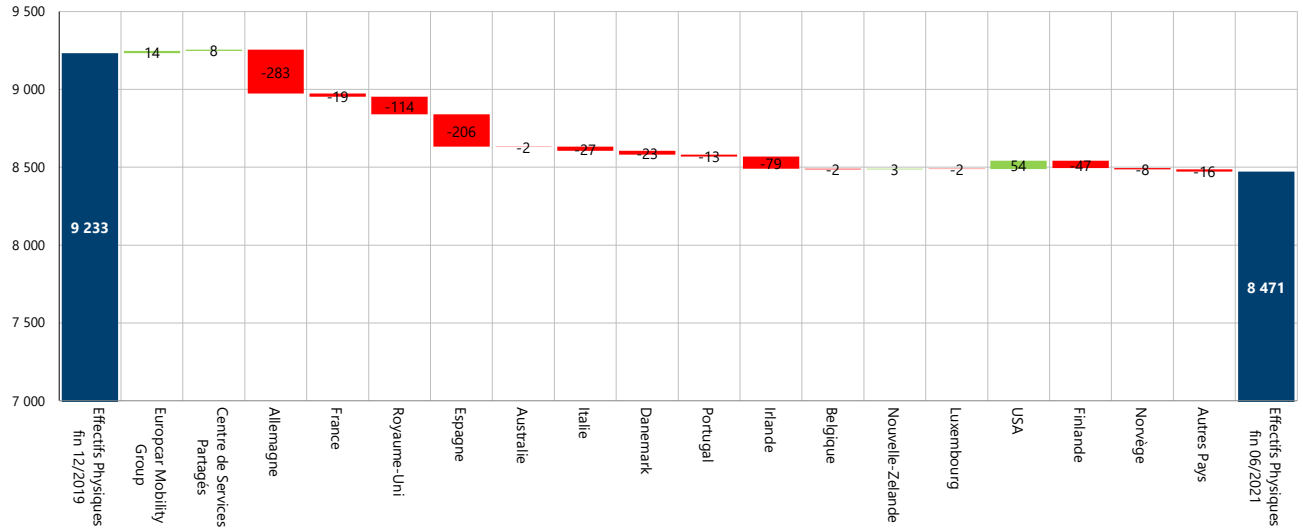
	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
France (EMG+Europcar International)	358	332	346
Centre de Services Partagés (Portugal)	373	301	309
Allemagne	1 349	2 057	1 774
France	1 330	1 270	1 251
Goldcar	1 353		
Buchbinder	1 422		
Royaume-Uni	1 063	847	733
Espagne	672	1 336	1 130
Australie	523	373	371
Italie	438	508	481
Danemark	363	255	232
Portugal	356	357	344
Irlande	336	291	212
Ubeeqo	313		
Belgique	105	81	79
Nouvelle-Zelande	66	39	42
Luxembourg	14	13	11
USA		857	911
Finlande		188	141
Norvège		43	35
Autres Pays *		85	69
TOTAL	**10 434**	**9 233**	**8 471**

Sources : Document Société,
** Autres pays : Turquie et Grèce*

- Dans l'ensemble, les effectifs du groupe depuis fin 2019 sont passés de 10 434 à 8 471, soit une baisse de -1 963 personnes soit un recul de près de -19%.
  - La baisse a été de -11% en 2020 et de -8% sur le 1er semestre 2021.
- La structure du groupe a évoluée ces derniers trimestres. Elle a notamment conduit en termes de suivi RH à intégrer les équipes de Buchbinder avec les effectifs allemands et celles de Goldcar avec les effectifs espagnols. Malgré des évolutions de périmètre et reclassements, on notera :
  - Des baisses autour de -30% depuis la fin 2019 pour l'Australie, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni, l'Irlande ou encore le Danemark.
  - D'autres pays européens (Luxembourg, Belgique) affichent des reculs entre -20% et -25%.
- L'Allemagne sur la période affiche une hausse de ses effectifs et devient le principal pays pour le Groupe avec 1 774 personnes du fait de 'intégration de Buchbinder.
  - À noter toutefois que la hausse a été enregistrée en 2020. Sur le 1er semestre 2021, les effectifs ont baissé de près de -14%.
- En France, les effectifs ont connu des évolutions moins marquées :
  - EMG et EI (les sociétés de tête du Groupe) enregistrent une baisse de -3,4% de ses effectifs sur la période, tout en enregistrant une hausse de +4% sur les six premiers mois de 2021.
  - Pour les autres entités françaises (entités opérationnelles), les effectifs ressortent fin juin 2021 à 1 251 personnes, en retrait de près de 6%.
- Le CSP (basé au Portugal) enfin a vu ses effectifs reculer de -17% entre la fin 2019 et la fin juin 2021… mais avec ici aussi une légère hausse des effectifs enregistrée sur S1 2021.

Évolution des effectifs par pays (2/2)

ÉVOLUTION DES EFFECTIFS PAR PAYS ENTRE FIN 2020 ET FIN JUIN 2021



Sources : Document Société,
** Autres pays : Turquie et Grèce*

- Au cours du 1er semestre 2021, le Groupe a vu ses effectifs reculer de -8% et passer ainsi de 9 233 à 8 471 personnes.
- La grande majorité des pays ont enregistré au cours des 6 premiers mois de 2021 une baisse des effectifs, plus ou moins marquée :
  - Ce recul atteint près de 14% en Allemagne (effet de la fusion d'entités) tout comme au Royaume-Uni, dépasse -15% en Espagne et atteint -27% en Irlande. D'autres pays, avec des effectifs moindres affichent également des retraits marqués (Finlande, Norvège, Luxembourg). Cette situation est cependant fortement liée au contexte économique et sanitaire actuel. LE recours à des saisonniers est par exemple fortement limité du fait de ce contexte.
  - En France, tant EMG que les entités opérationnelles ont enregistré une hausse de leurs effectifs, respectivement +4% et +3%. Avec les USA (+6%), ce sont les deux seuls pays à voir leurs effectifs croître sur le 1er semestre 2021.

Les points de vigilance identifiés à ce jour

- Le projet présenté par le Consortium ne permet pas, en l'état actuel des informations disponibles, de faire un point détaillé sur les incidences en termes d'emploi et de gestion des compétences. On note que le Consortium prend l'engagement devant le CSE d'Europcar International que son projet ne devrait déclencher aucun transfert ou modification de contrats de travail individuels et d'accords collectifs. Par ailleurs, le Consortium entend maintenir le nombre de salariés en équivalent temps plein en France pendant une période de 12 mois minimum à compter de la finalisation de l'offre (en fonction des besoins de l'activité des sociétés françaises).
- On peut cependant lister quelques points de vigilance autour des enjeux de transformation évoqués dans le projet du Consortium :
  - Impacts de ce projet sur les fonctions transverses et "non opérationnelles" : en quoi les synergies et les coopérations opérationnelles qui pourraient être mises en œuvre par les membres du Consortium pourraient avoir des impacts sur les équipes des fonctions support et le CSP ?
  - En quoi la transformation du Groupe telle que mise en avant par le Consortium, notamment sur des enjeux IT et digitaux, pourrait avoir des incidences sur les compétences des équipes dans leur ensemble et de l'IT en particulier ? Une part de cette transformation sera-t-elle confiée aux équipes de PON ?
  - Incidence sur les réseaux et agences du Groupe : la volonté affichée dans les axes stratégiques (et les tendances sectorielles) plaide en faveur d'un fort développement d'un libre-service des véhicules. Quelles en seront les conséquences sur l'emploi dans les réseaux à horizon 2/3 ans ?
  - Le maillage du réseau en milieu urbain va-t-il être sensiblement impacté du fait de la mise en œuvre d'une plateforme unifiée de mobilité (qui pourrait alors inclure des solutions proposées par PON).
- Comme l'illustrent les pages précédentes, une part des économies réalisées via le programme "Reboost" ont porté sur l'emploi. Le redressement des marges attendues dans les prochaines années pourrait se traduire par une pression continue sur les frais de personnel.
- Plus globalement, les évolutions du marché et la transformation du Groupe qui devrait être accélérée par ce projet posent la question de l'évolution de compétences des collaborateurs et de l'accompagnement de celui-ci à mettre en place.

Calendrier des processus d'information et d'information-consultation des instances représentatives du personnel

- Le projet d'OPA se traduit par le processus en cours d'information consultation du CSE de Europcar International.

- Un processus d'information est prévu au niveau du Comité de Groupe France, du Comité Européen et des instances « locales » en France et dans les autres pays européens qui en feront la demande
  - Le Comité de Groupe France sera informé le 1er septembre,
  - Le Bureau du Comité Européen a été réuni le 29 juillet et le Comité Européen sera informé le 5 septembre prochain.

- Au-delà de ce processus, le fait de déposer un dossier auprès des autorités de la concurrence va entrainer un processus d'information / consultation des instances "opérationnelles" en France soit Europcar France et Goldcar France.
  - Un processus d'information est prévu au niveau du CSE de Europcar International.

Incidences sur l'intéressement et la réserve spéciale de participation

- Les accords d'intéressement que nous avons consultés portent sur les indicateurs suivants :
  - Pour Europcar International : l'Adjusted Corporate EBITDA et la dette nette Corporate Groupe EMG
  - Pour Europcar France : sur des indicateurs opérationnels (Net Promoter Score ou NPS, Taux d'utilisation de la flotte, RPU (Revenu per unit)) et financiers (Adjusted Corporate EBITDA) sur le périmètre de Europcar France.
- Ces indicateurs ne devraient pas être impactés par le projet présenté, car :
  - La société Europcar France ne devrait pas porter des frais liés à cette opération.
  - Au niveau du Groupe, les frais engendrés par ce projet ne seraient pas comptabilisés dans l'Adjusted Corporate EBITDA.
- Les incidences sur la réserve spéciale de participation (RSP) seraient a priori nulles ou limitées :
  - Un accord Groupe mutualise les RSP de Europcar Mobility Group, Europcar International, Europcar France et Goldcar France.
  - Le calcul de la RSP de chaque société est basé sur la formule légale qui prend en compte notamment le résultat fiscal de chaque société. Les frais liés à cette opération pourraient donc, toute chose égale par ailleurs, réduire les résultats fiscaux des sociétés « holding » et/ou « siège ».
  - Il est cependant probable qu'au regard de la situation économique actuelle, cet accord soit improductif pour l'exercice 2021, avant même prise en compte des frais de cette opération.

Point sur l'épargne salariale et les plans d'actions

- Le Groupe a notamment mis en place en 2017 et 2019 des offres d'actionnariat réservées aux salariés des sociétés du Groupe.
  - Le dernier Programme, We Share 2019, a comptabilisé 1 567 souscripteurs avec un prix de référence de 6,04 €, un prix de souscription de 5,14 € par action et un cours garanti de 6,30 €.
  - Au-delà des fonds apportés lors de cette opération par les salariés, la société avait mis en place un mécanisme d'abondement.
- Ces offres prévoient un blocage des fonds pour une durée de 5 ans :
  - Le premier programme arriverait donc à échéance en 2022 et le deuxième en 2024.
- Le projet d'offre va avoir donc une incidence sur ces programmes :
  - Comme tout actionnaire, le FCPE détenteur des actions dans le cadre des mécanismes d'épargne salariale devra donc, par la voix de son Conseil de Surveillance, décider d'apporter ou non les titres qu'il détient au Consortium.
  - Les programmes proposant une garantie des fonds investis (apport des salariés + abondement), malgré le prix par action de l'offre du Consortium, les salariés ne devraient pas enregistrer de moins-value.
  - Cependant, cette opération ne devrait pas se traduire par un déblocage anticipé des fonds placés.
- Une réunion entre le Groupe et la société de gestion du FCPE (Amundi AM), ainsi que CACIB, banque-conseil ayant participé à l'offre, est prévue le 9 septembre prochain afin de définir les étapes à venir et les solutions à apporter aux souscripteurs de ces plans.

Les préconisations Secafi

Un projet industriel ambitieux qui doit emporter l'adhésion des salariés

- Le projet présenté, dans le contexte actuel est une solution avec une vision industrielle à moyen/long terme.
  - Ce projet est rendu aujourd'hui possible du fait de la restructuration financière intervenue en début d'année et qui a permis à des acteurs industriels tels que Volkswagen de revenir sur le dossier. La vision ainsi proposée permet de se projeter sur du moyen terme en limitant les incidences des évolutions capitalistiques que le Groupe a pu connaitre ces dernières années.
- Ce projet n'en demeure pas moins ambitieux, tant d'un point de vue opérationnel que financier :
  - Transformation du Groupe afin de devenir un leader de la mobilité,
  - Volonté du Consortium d'atteindre; d'ici 2023, des niveaux de revenus et de marge opérationnelle « historiques » et enregistrés avant la crise COVID, …
- Il pourrait engendrer de fait des évolutions organisationnelles et opérationnelles structurantes :
  - D'une part les enjeux digitaux et IT vont transformer les métiers historiques du Groupe et son organisation,
  - Par ailleurs, le déploiement de nouvelles offres sur des segments d'activités plus limités actuellement (et le focus mis par le Consortium dessus) devrait s' accélérer.
- Il apparait donc souhaitable qu'une présentation détaillée d'un plan stratégique actualisé et de ses incidences sur l'emploi et les compétences soit faite dès que possible afin de donner plus de visibilité aux collaborateurs du Groupe.
- Le Consortium a pour enjeu de convaincre les actionnaires actuels du Groupe à apporter leurs titres à la future offre publique d'achat. Mais il est tout aussi important qu'il arrive à convaincre les salariés du Groupe de l'intérêt du projet qu'il propose.
  - Pour cela, il nous semblerait opportun de réaffirmer certains engagements sur l'emploi : maintien de l'emploi, incidences sur la politique sociale et le modèle social, …
  - Par ailleurs, de proposer des outils de reconnaissance, de fidélisation et de rétention des collaborateurs incitatifs (via notamment des enjeux de rémunérations variables ou d'autres avantages sociaux)

SECAFI
GROUPE ALPHA

Réconcilier l'économique et le social

Siège Social SECAFI : 20 rue Martin Bernard • 75647 Paris Cedex 13 • Tél. : 01 53 62 70 00
SAS au capital de 4 029 880 € • 312 938 483 RCS Paris • Numéro d'identification intracommunautaire FR 88 312 938 483

www.secafi.com