



**ABERGEL & ASSOCIES**  
143 rue de la Pompe  
75116 Paris



**FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER**  
14 rue de Bassano  
75116 Paris

## **ELIOR GROUP**

Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 1.724.442,29 €  
9-11, Allée de l'Arche  
92032 Paris La Défense Cedex  
RCS de Nanterre n° 408 168 003

**Rapport des Commissaires aux apports  
sur la rémunération de l'apport devant être effectué  
par la société DERICHEBOURG SA  
au profit de la société ELIOR GROUP**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Nanterre  
en date du 12 janvier 2023*

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée, sur requête d'ELIOR GROUP, par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 12 janvier 2023, concernant l'apport par la société DERICHEBOURG SA de l'intégralité des titres de la société DERICHEBOURG MULTISERVICES HOLDING à ELIOR GROUP, nous avons établi le rapport sur la valeur de l'apport prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Les titres de la société ELIOR GROUP étant admis aux négociations sur un marché réglementé, le présent rapport sur la rémunération de l'apport est établi par référence à la position-recommandation 2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »). L'ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre du 12 janvier 2023 a donc étendu notre mission à l'appréciation du caractère équitable de la rémunération de l'apport proposée. Le présent rapport est à destination des personnes visées par la position-recommandation de l'AMF, à savoir les actionnaires d'ELIOR GROUP.

La rémunération de l'apport a été définie dans le traité d'apport en nature signé par les représentants des sociétés concernées le 3 mars 2023 (ci-après le « **Traité d'apport** »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à la mission de commissaire aux apports chargé d'apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux apports et aux actions de la société bénéficiaire des apports sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Il n'est pas stipulé d'avantage particulier dans le cadre de la présente opération.

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

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

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

1. Présentation de l'opération envisagée et description de l'apport
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres apportés et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion

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

### 1.1 Nature et objectif de l'opération

Créé en 1996, ELIOR GROUP (ci-après « **ELIOR** » ou la « **Société Bénéficiaire** ») est un acteur international de la restauration collective et des services. L'activité de la société s'organise autour de :

- La restauration collective qui s'adresse aux entreprises et administrations, aux établissements d'éducation et aux établissements de santé ; et
- Des services de prestations de nettoyage, d'accueil, de conciergerie, de maintenance, de gestion des espaces verts, etc.

Présente en France, en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, la société emploie près de 97.000 salariés.

Le 20 décembre 2022, ELIOR et DERICHEBOURG SA (ci-après « **DERICHEBOURG** » ou l'« **Apporteur** ») – leader mondial des services à l'environnement à destination des entreprises et des collectivités – annoncent la signature d'un protocole d'intention non engageant dont le projet industriel permettrait de créer un nouveau leader français du secteur de la restauration collective et du multiservice.

Dans ce contexte, les parties ont conclu un protocole d'accord engageant (ci-après le « **Protocole d'Accord** ») en date du 3 mars 2023 encadrant les modalités du rapprochement stratégique entre ELIOR et les activités multiservices de DERICHEBOURG (ci-après l'« **Opération** »).

Il est ainsi envisagé que DERICHEBOURG apporte à ELIOR l'intégralité des titres de sa filiale à la tête de ses activités de services externalisés aux entreprises, industrielles et tertiaires, aux services publics et aux collectivités – DERICHEBOURG MULTISERVICES HOLDING (ci-après « **DMS** » ou la « **Société Apportée** ») – en échange d'actions ELIOR à émettre à son profit (ci-après l'« **Apport** »).

Dès lors, les activités de DERICHEBOURG seraient recentrées sur leur ADN « environnemental » tout en détenant une participation stratégique de 48,4% du nouvel ensemble faisant état d'un chiffre d'affaires consolidé pro forma 2021-2022 de 5,2 Mds€<sup>1</sup> et une marge d'EBITDA de 4,2%<sup>2</sup> à fin septembre 2022 pour environ 134.000 collaborateurs.

---

<sup>1</sup> Ce chiffre d'affaires exclut *Preferred Meals* (PMC) pour ELIOR et SNG (*urban display division*) pour DMS sur la totalité de l'exercice fiscal 2021/2022.

<sup>2</sup> Intégrant l'impact des synergies.

Cet ensemble nouvellement constitué disposerait d'une offre enrichie de restauration collective (environ 70% du chiffre d'affaires) et de multiservices (environ 30% du chiffre d'affaires), notamment dans le *soft facility management* (nettoyage, accueil, espaces verts), le *hard facility management* (efficacité énergétique, éclairage public), la sécurité ainsi que dans les services RH et d'intérim et la sous-traitance aéronautique.

En plus de cette complémentarité en termes de mix produits, ce nouvel ensemble disposerait i) d'un portefeuille clients (grandes entreprises, PME et le secteur public) élargi à l'international (États-Unis, Espagne et Portugal, Italie, Royaume-Uni, Allemagne, Chine, etc.) qui pourrait être renforcé sur les marchés en croissance, et ii) d'un profil financier amélioré. En effet, ELIOR accélérerait son redressement en devenant plus résilient et plus profitable, avec un levier financier qui se retrouverait dès lors significativement réduit en passant 8,3x à 6,2x en pro forma à fin septembre 2022. Par ailleurs, l'Opération devrait permettre une création de valeur significative au travers des synergies estimées par les parties à environ 30 M€ d'EBITDA en année pleine à l'horizon 2026.

Dans le contexte de l'Opération, un accord de gouvernance sera par ailleurs conclu entre DERICHEBOURG et ELIOR (ci-après l'« **Accord de Gouvernance** ») pour une durée de 5 ans<sup>3</sup>, dont les principaux termes sont résumés dans le projet de document d'exemption en date du 3 mars 2023 qui sera déposé à l'AMF (ci-après le « **Projet de Document d'Exemption** »). Il est notamment prévu que :

- Monsieur Daniel DERICHEBOURG soit nommé Président-directeur général d'ELIOR pour une durée de quatre ans et démissionnerait de tous ses mandats opérationnels chez DERICHEBOURG, pour se consacrer entièrement au développement d'ELIOR ;
- Le Conseil d'administration soit composé de douze membres, dont cinq nommés sur proposition de DERICHEBOURG<sup>4</sup>, cinq membres indépendants et deux représentants des salariés ;
- DERICHEBOURG ne puisse exprimer plus de 30% des voix lors du vote des résolutions par toute Assemblée générale des actionnaires relative (i) à la nomination, au renouvellement et à la révocation des membres indépendants du Conseil d'administration et (ii) à la modification de cette disposition statutaire ;
- DERICHEBOURG s'engage à (i) conserver sa participation dans ELIOR pour une période de 5 années et (ii) ne pas accroître celle-ci sur cette période.

---

<sup>3</sup> Durée étendue à 8 ans pour certaines stipulations.

<sup>4</sup> Ce nombre pouvant évoluer en cas de baisse du % de participation de DERICHEBOURG dans le capital d'ELIOR.

Par ailleurs, le règlement intérieur du Conseil d'administration d'ELIOR sera également amendé, tel que détaillé dans le Projet de Document d'Exemption, à compter de la date de réalisation de l'Apport, notamment afin de prévoir :

- une majorité renforcée, requérant une majorité de huit administrateurs sur douze et incluant le vote d'au moins trois administrateurs indépendants, pour les décisions les plus stratégiques (notamment acquisition ou cession significative, augmentation de capital, introduction en bourse de filiales) qui nécessiteront l'accord préalable du Conseil d'administration avant de pouvoir être mises en œuvre par le dirigeant ;
- une majorité qualifiée nécessitant une majorité simple, devant inclure au moins un membre nommé par DERICHEBOURG, sur les décisions relatives au budget annuel, au plan stratégique et concernant les principaux cadres d'ELIOR ;
- que toute opération, entre les administrateurs liés à un actionnaire d'ELIOR détenant plus de 10% du capital et des droits de vote, d'une part, et les sociétés du groupe ELIOR, d'autre part, soit soumise à autorisation préalable du Conseil d'administration et qu'il n'y ait pas d'exception à cette règle même pour des opérations usuelles faites dans des conditions normales.

L'approbation de l'Apport sera soumise à l'Assemblée générale mixte d'ELIOR prévue le 18 avril 2023, étant précisé que DERICHEBOURG ne pourra pas prendre part au vote.

Pour mémoire, certains actionnaires, détenant environ 24,5% du capital et des droits de vote d'ELIOR se sont engagés à voter en faveur des résolutions se rapportant à l'Apport.

## **1.2 Présentation des sociétés en présence**

### **1.2.1 ELIOR GROUP, société bénéficiaire**

ELIOR est une société anonyme à Conseil d'administration dont le siège social est situé au 9-11, allée de l'Arche à Paris La Défense Cedex (92032). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nanterre depuis le 13 septembre 2016 sous le numéro 408 168 003.

Aux termes de l'article 6 de ses statuts en date du 23 septembre 2021, son capital social s'élève à 1.724.442,29 €, divisé en 172.444.229 actions d'une valeur nominale de 0,01 € chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

Les actions d'ELIOR sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0011950732.

ELIOR a consenti au bénéfice de ses dirigeants et salariés des plans de *stock-options* et d'actions de performance. Au 30 septembre 2022, ces plans représentaient une émission potentielle d'actions additionnelles maximale de 1.875.959 actions.

Selon ses statuts, ELIOR a pour objet, « *directement ou indirectement, en France et à l'étranger* :

- *la restauration collective et la restauration commerciale dans le monde entier ou toute autre activité similaire, connexe ou complémentaire de la restauration,*
- *l'acquisition, la souscription, la détention, la gestion et, le cas échéant, la cession ou tout autre transfert, de toutes actions, obligations et autres titres financiers ou autres droits sociaux de toute nature dans toutes sociétés, entreprises ou autres entités (y compris en exerçant les fonctions d'associé commandité ou de gérant de toute société), la prise d'intérêts et la participation directe ou indirecte dans toutes sociétés, entreprises ou autres entités créées et à créer, par tous moyens (par voie de création de sociétés nouvelles, d'apports, de souscriptions, d'acquisitions ou d'échanges de valeurs mobilières, obligations, bons, droits ou biens sociaux, de fusions, de sociétés en participation, de groupements d'intérêt économique, ou autrement, ainsi que par comptes courants ou prêts d'associés, à court terme et long terme) ; l'acquisition et l'attribution à son profit de tous biens meubles et immeubles, l'exploitation de ces biens, leur vente et leur apport en société ; la participation à toutes opérations pour l'exploitation, la gestion et l'administration de toutes affaires ou entreprises ; l'achat, la location d'immeubles nécessaires à l'objet de la Société,*
- *l'animation des sociétés du groupe Elior, en participant activement à la conduite de leur politique et en leur rendant des services spécifiques, notamment dans les domaines administratif, juridique, comptable, financier ou immobilier,*
- *et, plus généralement, directement ou indirectement, toutes opérations, de quelque nature qu'elles soient, juridiques, économiques et financières, civiles et commerciales, pouvant se rattacher, directement ou indirectement, pour son compte ou pour le compte de tiers, soit seule, soit avec des tiers, à cet objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires susceptibles d'en favoriser le développement ».*

La date de clôture des comptes d'ELIOR est fixée au 30 septembre de chaque année.

## **1.2.2 DERICHEBOURG MULTISERVICES HOLDING, société dont les titres sont apportés**

DMS est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 119, avenue du Général Michel Bizot à Paris (75012). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris depuis le 5 octobre 2007, sous le numéro 444 529 531.

Selon l'article 7 de ses statuts en date du 4 octobre 2016, son capital social s'élève à 30.000.000 €, divisé en 30.000.000 actions d'une valeur nominale de 1,00 € chacune, toutes entièrement souscrites, libérées et de même catégorie.

Les actions de DMS ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé et la totalité de son capital est détenue par la société apporteuse, DERICHEBOURG.

Selon ses statuts, DMS a pour objet, « *en France et à l'étranger* :

- *L'acquisition, la souscription et la gestion de toutes valeurs mobilières ;*
- *La prise de participations ou d'intérêts dans toutes sociétés et entreprises commerciales, industrielles, financières ou immobilières ;*
- *Toutes prestations de services en matières administrative, financière, comptable ou de gestion au profit des filiales de la société ou de toutes autres sociétés dans lesquelles elle détiendrait une participation ;*
- *L'acquisition, l'exploitation, la gestion et l'administration par bail, location ou autrement, de tous immeubles bâtis ou non bâtis ;*
- *Et, généralement, toutes opérations mobilières ou immobilières, commerciales, industrielles ou financières se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires ou connexes, susceptibles d'en faciliter le fonctionnement ou le développement ;*
- *Le tout, tant pour elle-même que pour le compte de tous tiers ou en participation, sous quelque forme que ce soit, par voie de création de société, de souscription, de commandite, de fusion, d'absorption, d'avance, d'achat ou de vente de titres et droits sociaux, d'achat, de cession ou de location de ses biens et droits mobiliers et immobiliers ou par tout autre mode ».*

La date de clôture des comptes de DMS est fixée au 30 septembre de chaque année.



### 1.2.3 DERICHEBOURG, l'apporteur

DERICHEBOURG est une société anonyme à Conseil d'administration dont le siège social est situé au 119, avenue du Général Michel Bizot à Paris (75012). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris depuis le 28 septembre 2006, sous le numéro 352 980 601.

Aux termes de l'article 6 des statuts de DERICHEBOURG en date du 27 janvier 2022, son capital social s'élève à 39.849.372,25 €, divisé en 159.397.489 actions d'une valeur nominale de 0,25 € chacune, toutes entièrement souscrites et libérées.

Les actions de DERICHEBOURG sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000053381.

Selon ses statuts, DERICHEBOURG a pour objet, « *en France et dans tous pays :*

- *l'acquisition, la souscription et la gestion de toutes valeurs mobilières ;*
- *la prise de participations ou d'intérêts dans toutes sociétés et entreprises commerciales, industrielles, financières ou immobilières ;*
- *toutes prestations de services en matières administrative, financière, comptable ou de gestion au profit des filiales de la société ou de toutes autres sociétés dans lesquelles elle détiendrait une participation ;*
- *l'acquisition, l'exploitation, la gestion et l'administration par bail, location, ou autrement, de tous immeubles bâtis ou non bâtis ;*
- *et, généralement, toutes opérations mobilières ou immobilières, commerciales, industrielles ou financières se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à tous objets similaires ou connexes, susceptibles d'en faciliter le fonctionnement ou le développement ;*
- *le tout, tant pour elle-même que pour le compte de tous tiers ou en participation, sous quelque forme que ce soit, par voie de création de société, de souscription, de commandite, de fusion, d'absorption, d'avance, d'achat ou de vente de titres et droits sociaux, d'achat, de cession ou de location de ses biens et droits mobiliers et immobiliers ou par tout autre mode.*

*Elle peut réaliser toutes les opérations qui sont compatibles avec cet objet, s'y rapportent et contribuent à sa réalisation ».*

La date de clôture des comptes de DERICHEBOURG est fixée au 30 septembre de chaque année.

#### **1.2.4 Liens en capital entre les parties concernées par l'opération**

A la date des présentes, DERICHEBOURG détient :

- L'intégralité du capital de DMS ;
- 42.001.000 actions ELIOR qui représentent environ 24,4% du capital et des droits de vote de cette société. Elle dispose au titre de cette participation de 2 sièges au Conseil d'administration d'ELIOR.

### **1.3 Description des opérations**

Les modalités de réalisation de l'Apport, qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité d'apport, auquel il convient de se référer, peuvent se résumer comme suit.

#### **1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'Apport**

##### *Date d'effet*

La réalisation de l'Apport interviendra le jour où la dernière des conditions suspensives visées ci-après (§ 1.3.2) sera levée, telle que constatée par une décision des actionnaires d'ELIOR constatant la réalisation définitive de l'augmentation de capital d'ELIOR en rémunération de l'Apport (ci-après la « **Date de Réalisation** »).

L'Apport prendra également effet, sur le plan fiscal, à la Date de Réalisation.

##### *Régime juridique*

Sur le plan juridique, l'Apport sera soumis au régime de droit commun des apports en nature prévu par les dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce et sera approuvé par les actionnaires d'ELIOR, à l'exception de DERICHEBOURG qui ne pourra pas prendre part au vote.

##### *Régime fiscal*

Par référence aux dispositions de l'article 810-1 du Code Général des Impôts, s'agissant d'un apport consenti à titre pur et simple entre sociétés soumises à l'impôt, les parties entendent que l'Apport soit enregistré gratuitement.

En ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, les parties entendent placer l'Apport sous le régime fiscal de faveur prévu par l'article 210 A du Code Général des Impôts, conformément à l'article 210 B dudit Code, s'agissant d'un apport partiel d'actifs assimilable à une branche complète d'activité, car conférant le contrôle de la société DMS à la Société Bénéficiaire.

### 1.3.2 Conditions suspensives

L'Apport est soumis à la réalisation des conditions suspensives détaillées dans le Protocole d'Accord ou, le cas échéant, à leur renonciation par la partie au profit de laquelle les conditions suspensives sont stipulées.

Les principales conditions suspensives sont les suivantes :

- (i) l'obtention définitive par DERICHEBOURG des autorisations requises au titre du contrôle des concentrations de la Commission européenne ;
- (ii) l'obtention par Derichebourg d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les titres d'ELIOR accordée par l'AMF, l'Opération ayant pour conséquence le franchissement des seuils de 30% du capital et des droits de vote d'ELIOR par DERICHEBOURG ;
- (iii) la réalisation par DERICHEBOURG des opérations préalables de détournement requises au niveau de la Société Apportée et consistant en (i) l'acquisition par DERICHEBOURG auprès de la Société Apportée de l'intégralité des titres de la société POLY-ENVIRONNEMENT et (ii) la cession par DERICHEBOURG de 80% des titres de LSL à la Société Apportée ;
- (iv) l'obtention par DERICHEBOURG d'un *waiver* bancaire auprès des créanciers concernés ;
- (v) la mise à disposition du document d'exemption à destination des actionnaires d'ELIOR et établi en vue de l'admission des actions ELIOR émises en rémunération de l'Apport ;
- (vi) l'approbation de toute résolution concourant à la réalisation de l'Opération au cours de l'Assemblée générale d'ELIOR et notamment (i) l'approbation de l'Apport, (ii) l'émission des actions émises en rémunération de l'Apport, (iii) la modification des statuts conformément à ce qui est prévu dans le projet d'Accord de Gouvernance à conclure entre les parties et (iv) la désignation des administrateurs proposés par DERICHEBOURG.

A défaut de réalisation des conditions suspensives énoncées ci-avant au plus tard le 31 mai 2023 à minuit (heure de Paris) et sauf accord contraire des parties prorogeant ce délai, le Traité d'apport sera réputé caduc de plein droit à cette date, sans indemnité d'une part ni d'autre, sans préjudice toutefois de toute réclamation par la partie non défaillante envers l'autre partie dont l'action, l'omission ou l'inaction aurait empêché la réalisation de l'une quelconque des conditions suspensives et à l'exclusion des stipulations des articles 5 à 9 du Traité d'apport qui resteront en vigueur pendant 5 ans.

#### **1.4 Présentation et évaluation de l'Apport**

Aux termes du Traité d'apport, l'Apporteur s'est engagé irrévocablement à apporter à la Société Bénéficiaire, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives, la pleine propriété de 30.000.000 actions DMS représentant l'intégralité du capital de cette société.

A la Date de Réalisation de l'Apport, chaque action apportée sera intégralement libérée, librement négociable et libre de tout type de sûreté, tout droit réel accessoire, privilège, délégation, cession fiduciaire ou à titre de garantie, droit de rétention, réserve de propriété ou toute saisie, réclamation ainsi que les options, promesses, autres droits réels ou personnels, ou autres mesures ou obligations restreignant de quelque façon que ce soit la pleine propriété ou négociabilité de l'actif ou du droit concerné.

L'Apport sera réalisé à la valeur réelle des actions DMS, valeur déterminée conformément à la méthodologie décrite dans l'annexe 3.1 (a) du Traité d'apport.

Sur cette base, la valeur globale des 30.000.000 titres apportés a été arrêtée par les parties à 452.885.818,30 €, soit une valorisation d'environ 15,096 € par action DMS.

#### **1.5 Rémunération de l'Apport**

La rémunération de l'Apport a été fixée par comparaison des valeurs réelles de DMS et d'ELIOR, selon les principes décrits dans l'annexe 3.1 (a) du Traité d'apport.

Sur ces bases, l'Apport sera rémunéré par l'attribution de 80.156.782 actions nouvelles de 0,01 € de valeur nominale chacune, à émettre par la Société Bénéficiaire qui augmentera son capital d'une somme de 801.567,82 €.

La différence entre (i) la valeur globale de l'Apport, soit 452.885.818,30 €, et (ii) le montant total de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire, soit 801.567,82 €, constituera une prime d'apport dont le montant s'établira à 452.084.250,48 €.

A la Date de Réalisation de l'Apport, les actions nouvelles ELIOR émises en rémunération porteront jouissance et seront entièrement assimilées à toutes les autres actions existantes. Elles seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des associés de la Société Bénéficiaire. La propriété des actions ELIOR émises en rémunération sera établie par leur inscription sur le compte individuel d'associé ouvert par ELIOR au nom de DERICHEBOURG à la Date de Réalisation.

## **2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres apportés et aux actions de la Société Bénéficiaire**

### **2.1 Diligences mises en œuvre**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la rémunération de l'Apport et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'Apport et aux actions de la Société Bénéficiaire et le caractère équitable de la rémunération par rapport à ces valeurs relatives.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société ELIOR sur la rémunération de l'Apport qui lui est consenti par l'Apporteur. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus la validation du régime fiscal applicable à l'opération. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

De la même manière, nos travaux ne sont pas assimilables à ceux d'un expert indépendant désigné par l'organe d'administration ou de contrôle d'une des parties.

Dans ce cadre, nous avons en particulier effectué les diligences suivantes :

- Nous nous sommes entretenus avec des représentants d'ELIOR et de DERICHEBOURG et leurs conseils tant pour prendre connaissance de l'Opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières et juridiques envisagées ;
- Nous avons pris connaissance du processus ayant conduit à l'Opération ;
- Nous avons examiné le Traité d'apport et ses annexes en date du 3 mars 2023 ;
- Nous avons examiné la documentation juridique et financière en lien avec l'acquisition de DMS par ELIOR, en ce compris le Protocole d'Accord et ses annexes, le projet d'Accord de Gouvernance, et le Projet de Document d'Exemption ;
- Nous avons revu la documentation juridique relative à DMS et à la Société Bénéficiaire ;
- Nous avons pris connaissance des états financiers consolidés d'ELIOR au 30 septembre 2022, avons examiné les rapports des commissaires aux comptes établis dans le cadre de leur audit des comptes annuels consolidés d'ELIOR au titre de cet exercice et nous sommes assurés que ces derniers n'intégraient pas de réserve ;

- Nous avons pris connaissance des comptes combinés de DMS, et des notes condensées associées au 30 septembre 2022 qui ont été établis dans le contexte de l'Opération et sur lesquels le commissaire aux comptes ERNST & YOUNG AUDIT n'a pas formulé de réserve dans le cadre de la mission de certification qui lui a été confiée ;
- Nous avons pris connaissance des rapports des missions de *due diligence* (comptables, financières, fiscales, juridiques, stratégiques...) réalisées dans le contexte l'Opération relatifs à la société DMS ;
- Nous avons revu les données budgétaires et prévisionnelles établies par les directions de DMS et d'ELIOR et nous sommes entretenus avec les responsables concernés pour discuter de la pertinence des hypothèses retenues ;
- Nous avons examiné l'annexe 3.1 (a) du Traité d'apport qui définit la valeur de l'Apport et sa rémunération ;
- Nous avons analysé et revu avec le conseil financier d'ELIOR (MORGAN STANLEY) des éléments de valorisation de DMS et d'ELIOR qui figurent dans le Projet de Document d'Exemption ainsi que du rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses. ;
- Nous avons pris connaissance du rapport de valorisation établi par ROTHSCHILD & CO, désigné par le Comité *ad hoc* d'ELIOR afin d'établir une attestation d'équité sur les termes financiers de l'Opération et avons échangé avec ses représentants ;
- Nous avons analysé la pertinence des approches d'évaluation retenues par les parties et des paramètres utilisés, puis mis en œuvre des méthodes similaires ou alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité de la rémunération de l'Apport pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- Nous avons pris connaissance des modalités de détermination du montant des synergies de l'opération communiqué au marché.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de l'Apporteur et d'ELIOR portant notamment sur les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

## 2.2 Valeurs relatives retenues par les parties

Tel que présenté en annexe 3.1 (a) du Traité d'apport, les modalités de l'Apport et sa rémunération sont la résultante d'une libre négociation entre parties indépendantes, fondée notamment sur une évaluation multicritère de l'Apport et des actions ELIOR émises en rémunération selon les critères suivants.

### 2.2.1 Valorisation des actions DMS

A l'issue de leur négociation, la valeur des actions DMS apportées a été fixée par les parties à 452.885.818,30 €, soit environ 15,096 € par action DMS.

Les parties ont mis en œuvre une évaluation multicritère de DMS fondée sur :

- Une actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- Une approche analogique fondée sur les comparables de sociétés cotées ;
- Une approche analogique fondée sur les transactions de comparables.

Les parties ont écarté :

- La référence à l'actif net comptable et à l'actif net réévalué ;
- La méthode d'actualisation des dividendes (DDM).

La valeur de DMS a par ailleurs fait l'objet d'une valorisation multicritère présentée dans le Projet de Document d'Exemption. Cette analyse fait ressortir les valeurs de DMS suivantes qui encadrent la valeur d'apport retenue par les parties :

Approche	Valeur d'entreprise (en M€)		Valeur des capitaux propres (en M€)	
	Min.	Max.	Min.	Max.
Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)	430	530	433	533
Multiplés d'EBITDA 2023 des sociétés cotées comparables	420	460	423	463
Multiplés de transactions comparables	430	470	433	473

### 2.2.2 Valorisation des actions de la Société Bénéficiaire

Pour fixer le nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport, les parties ont retenu, à l'issue de leur négociation, une valeur par action de cette société de 5,65 €.

Dans ce contexte, les parties ont mis en œuvre une approche multicritère d'évaluation reposant sur les approches et références d'évaluation suivantes :

A titre principal :

- Une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels d'ELIOR ;
- Une approche analogique par référence à un échantillon de sociétés comparables cotées.

A titre secondaire :

- La référence au cours de bourse d'ELIOR sur la base d'un cours moyen pondéré entre le 23 novembre 2021 et le 23 novembre 2022 (inclus) ;
- La référence aux objectifs de cours de bourse publiés par les analystes de recherche.

Pour mémoire, les parties ont écarté :

- La référence à l'actif net comptable et à l'actif net réévalué ;
- La méthode d'actualisation des dividendes (DDM) ;
- L'approche analogique fondée sur les transactions de comparables.

Pour mémoire, les résultats de la valorisation multicritère d'ELIOR présentés dans le Projet de Document d'Exemption sont les suivants :

Approche	Valeur des capitaux propres (en M€)		Valeur des capitaux propres par action (en € par action)	
	Min.	Max.	Min.	Max.
<b>Méthodes de valorisation principales :</b>				
Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)	769	1 199	4,5	7,0
Multiples d'EBITDA 2023 des sociétés cotées comparables	779	1 029	4,5	6,0
<b>Méthodes de valorisation secondaires :</b>				
Evaluation du cours de bourse d'Elior à différentes périodes de référence	414	535	2,4	3,1
Cours cibles des analystes de recherche	345	759	2,0	4,4



### 2.2.3 Rémunération de l'Apport

Ainsi, sur la base de la comparaison des valeurs relatives retenues, soit 452.885.818,30 € pour l'Apport et 5,65 € pour l'action ELIOR, l'Apport de 30.000.000 actions DMS sera rémunéré par 80.156.782 actions nouvelles ELIOR émises au prix unitaire de 5,65 €.

Pour mémoire, cette rémunération s'inscrit dans la fourchette ressortant des approches retenues à titre principal dans les éléments de valorisation détaillés dans le Projet de Document d'Exemption :

Approche	Valeur implicite de la Société Apportée (M€)	Valeur par titre implicite d'Elior (€)	Nombre implicite d'actions Elior (en millions)
<b>Méthode principale d'appréciation :</b>			
Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)	433 - 533	4,5 - 7,0	62,2 - 119,5
Multiples d'EBITDA 2023 de sociétés cotées comparables	423 - 463	4,5 - 6,0	70,9 - 102,4
<b>Autres références de valorisation<sup>(1)</sup> :</b>			
Evaluation du cours de bourse à différentes périodes de référence	453	2,4 - 3,1	145,9 - 188,5
Objectifs de cours de bourse des analystes financiers	453	2,0 - 4,4	102,9 - 226,5

<sup>(1)</sup> Etant précisé, qu'en l'absence de cotation de DMS, il n'existe pas de base de comparaison directe des références boursières.

### 2.2.4 Autres travaux d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de l'Opération

Tel que décrit dans le Projet de Document d'Exemption, ROTHSCHILD & CO, mandaté par le Comité *ad hoc* du Conseil d'administration d'ELIOR, a attesté, le 24 février 2023, de l'équité des modalités financières de l'Opération pour les actionnaires d'ELIOR.

## 2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties appelle de notre part les observations suivantes :

- S'agissant de l'appréciation de la rémunération dans un contexte de négociation entre tiers indépendants, les parties et leurs conseils ont apprécié la rémunération au regard de critères que nous considérons usuels et adaptés au regard des activités et des caractéristiques respectives des sociétés concernées ;

- Les approches réalisées à titre principal par les parties reposent sur la mise en œuvre de méthodes et hypothèses homogènes pour valoriser ELIOR et DMS, ce qui nous semble cohérent au regard du secteur d'activité des deux sociétés ;
- S'agissant des références retenues à titre secondaire, les parties ont apprécié la rémunération en rapprochant la valeur de négociation de l'Apport au (i) cours de bourse d'ELIOR, d'une part, et (ii) aux objectifs de cours des analystes suivant le titre de cette société, d'autre part. Ces références se fondent sur des approches hétérogènes notamment fondées sur une valeur majoritaire de DMS (prix d'acquisition de 100% du capital) et une valeur minoritaire d'ELIOR (références boursières). Nous relevons qu'il n'existe pas de référence boursière pour DMS permettant une comparaison directe. La référence aux données boursières nous semble tout de même justifiée, s'agissant d'une opération impliquant une société cotée dont le titre est liquide et disposant d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes ;
- Les valeurs relatives retenues dans le cadre des approches menées par les parties reposent sur des données antérieures à la date de l'annonce de l'Opération, à savoir le 20 décembre 2022. Si cette approche apparaît cohérente au regard des besoins des parties dans le cadre de la fixation de la rémunération, elle ne permet pas néanmoins de tenir compte des éventuels événements intervenus depuis cette date, susceptibles d'avoir un impact sur les valeurs relatives retenues. Néanmoins, nous n'avons pas identifié d'événements intervenus depuis cette date, qui soit de nature à remettre en cause les paramètres et données utilisés par les parties pour la fixation de la rémunération. Par ailleurs, le management de DERICHEBOURG et d'ELIOR nous a confirmé par une lettre d'affirmation l'absence de tels événements.

Dans le cadre de notre mission, nous avons par ailleurs mis en œuvre des approches de valorisation alternatives ou similaires à celles des parties avec nos propres paramètres, par référence à des données actualisées à une date récente et procédé à des analyses de sensibilité.

Aussi, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de DMS et d'ELIOR fondée sur les approches suivantes :

A titre principal :

- Une approche fondée sur la valorisation intrinsèque de DMS et d'ELIOR par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF). Cette approche, fondée sur nos propres paramètres d'actualisation, déterminés de façon homogène pour DMS et ELIOR, a été réalisée à partir des prévisions qui nous ont été communiquées par les directions des deux sociétés ;

#### A titre secondaire :

- Une approche analogique fondée sur les multiples boursiers observés sur des sociétés jugées comparables à DMS et ELIOR selon le cas ;

#### A titre informatif :

ELIOR étant une société cotée dont le titre est liquide et faisant l'objet d'un suivi régulier par des analystes, il nous semble que les références de valorisation boursière d'ELIOR sont incontournables même en l'absence d'un critère équivalent côté DMS. Dans ce contexte, nous avons considéré que la référence à la méthode analogique fondée sur les comparables boursiers était la plus adaptée pour cette approche dans la mesure où elle se fonde sur des analyses boursières.

Ainsi, nous avons mis en œuvre les approches suivantes :

- Une appréciation de la rémunération au regard d'un croisement entre les valeurs résultant de l'approche analogique fondée sur les comparables boursiers pour DMS et les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) du titre ELIOR ;
- Un rapprochement entre les valeurs résultant de l'approche analogique fondée sur les comparables boursiers pour DMS et les objectifs de cours du titre ELIOR ressortant des notes d'analystes portées à notre connaissance.

### **2.3.1 Méthodes écartées**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

#### **2.3.1.1 Actif net comptable**

L'actif net comptable n'est usuellement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque d'une société dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. Dès lors, ce critère d'évaluation n'a pas été retenu dans nos analyses.

#### **2.3.1.2 Approche analogique fondée sur les transactions intervenues sur des sociétés comparables**

Nous avons cherché à mettre en œuvre une approche fondée sur les multiples observés sur des transactions portant sur le capital de sociétés comparables à DMS et ELIOR. Dans ce contexte, nous avons identifié un certain nombre de transactions. Néanmoins,

l'absence ou le manque de fiabilité des données permettant de déterminer un multiple de transactions pertinent, le nombre limité de transactions récentes et l'impossibilité de réaliser de manière fiable un retraitement de la norme IFRS 16 nous ont conduits à écarter cette approche.

### **2.3.2 Paramètres communs aux méthodes de valorisation mises en œuvre**

Nos travaux d'évaluation ont été menés sur la base des comptes consolidés des deux sociétés au 30 septembre 2022 (c'est-à-dire les comptes combinés s'agissant de DMS).

Les passages de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres utilisés dans le cadre de nos travaux se fondent sur ces comptes et ont été appréciés de manière homogène pour les deux sociétés. Ils intègrent principalement les éléments de dette financière, desquels sont déduits la trésorerie et les équivalents de trésorerie, divers ajustements considérés comme pouvant avoir un impact sur la trésorerie ou l'endettement financier, et, s'agissant de DMS, l'impact des opérations de détournement préalables à l'Apport.

L'impact des instruments dilutifs pouvant exister aux bornes des deux sociétés a par ailleurs été intégré dans le cadre de nos travaux.

### **2.3.3 Approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société évaluée et nous paraît adaptée à la situation de DMS et d'ELIOR, ainsi qu'à leur comparaison.

Nos travaux se sont fondés sur les plans d'affaires établis par les directions des deux sociétés, sur la période 2023-2024 pour ELIOR et sur la période 2023-2026 pour DMS, qui sont en ligne, s'agissant d'ELIOR, avec les perspectives décrites, à cet horizon, dans le cadre de sa communication financière.

Les plans d'affaires des Sociétés ont été, le cas échéant, retraités afin de mettre en œuvre l'approche de valorisation sur des flux déterminés de manière homogène et cohérente avec les éléments retenus par ailleurs dans notre passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, déterminé de manière homogène en fonction des caractéristiques de chacune des sociétés. Nous avons comparé les taux d'actualisation ainsi déterminés avec (i) les taux mentionnés dans les notes d'analystes d'ELIOR qui ont été portées à notre connaissance, (ii) les taux retenus dans le cadre des tests de dépréciation des deux sociétés.

Nos tests de sensibilité sur (i) le taux d'actualisation, (ii) la croissance normative et (iii) la marge opérationnelle normative, font ressortir une fourchette d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport comprise entre 71,6 et 98,1 millions.

#### **2.3.4 Approche analogique par référence aux multiples de sociétés cotées**

Nous avons également mis en œuvre une approche analogique basée sur les sociétés comparables cotées qui consiste à valoriser une société par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés ayant des caractéristiques comparables évoluant dans le même secteur d'activité, en les appliquant aux agrégats financiers jugés pertinents.

Nous avons retenu un échantillon composé :

- S'agissant d'ELIOR, de 4 sociétés internationales évoluant sur le marché de la restauration collective ;
- S'agissant de DMS, de 7 sociétés internationales évoluant sur le marché du *facility management*.

Nous précisons que la comparabilité entre (i) ELIOR et DMS et (ii) leurs échantillons de comparables respectifs est limitée notamment au regard de l'implantation géographique de leurs activités.

Par ailleurs, tel que cela ressort des perspectives annoncées dans le cadre de la communication financière, le management d'ELIOR anticipe une croissance notable de l'activité et des niveaux de marge sur la période 2023-2024 qui devrait conduire à se rapprocher des niveaux atteints avant la crise sanitaire Covid-19 à fin 2024. Il ressort de l'analyse des anticipations des analystes suivant les sociétés comparables de l'échantillon retenu pour ELIOR que ces dernières devraient dépasser les niveaux observés en 2019 dès 2023. Il apparaît donc qu'ELIOR est moins avancée que les sociétés qui lui sont comparables en ce qui concerne le retour à des niveaux de rentabilité tels qu'ils étaient connus avant la crise sanitaire. Par ailleurs, nous notons que le consensus sur le taux de marge d'EBITDA des analystes suivant ELIOR s'établit en deçà des perspectives annoncées par le management dans le cadre de sa communication financière.

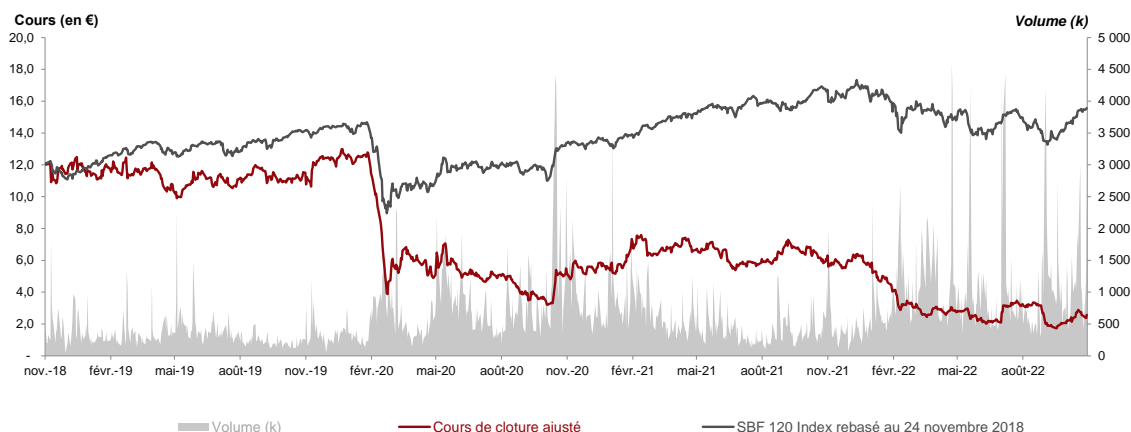
Dans ce contexte, cette approche a été retenue à titre secondaire et a été restreinte à la seule référence à l'agrégat 2023 des deux sociétés.

Nous avons privilégié comme agrégat l'EBITDA<sup>5</sup> qui reflète la profitabilité opérationnelle de ces sociétés. Nous avons ensuite appliqué les multiples Valeur d'entreprise/EBITDA minimum et maximum de chacun des échantillons observés pour l'année 2023, aux agrégats prévisionnels (EBITDA) des deux sociétés issus de leur plan d'affaires pour cet exercice.

Selon cette approche, le nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 27,7 millions à 114,4 millions.

### 2.3.5 Cours moyen pondéré par les volumes du titre ELIOR au regard de l'évaluation analogique fondée sur les comparables boursiers de DMS

Nous présentons ci-après l'évolution comparée du cours de bourse de l'action ELIOR et du SBF120 sur les 4 années précédant les rumeurs relatives à l'Opération.



Cette analyse fait notamment ressortir l'impact très significatif de la crise sanitaire Covid-19 et ses conséquences sur l'activité d'ELIOR et par transparence sur le niveau de cotation de son action.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de l'action ELIOR sur les douze mois précédant les rumeurs relatives à l'Opération, et également procédé à des calculs de moyennes de cours pondérées par les volumes (ci-après « **CMPV** ») sur des périodes plus ou moins longues.

<sup>5</sup> *Earnings before interest taxes depreciation and amortization.*

En € par action	CMPV	Volume échangé (k)		En % des actions en circulation	
		Moyenne journalière	Cumulé	Volume moyen quotidien	Rotation du capital
Cours de clôture spot (23 nov. 2022)	2,58	2 674	2 674	1,6%	1,6%
CMPV 1 mois	2,48	1 226	28 196	0,7%	16,4%
CMPV 60 séances de cotation	2,35	1 142	68 506	0,7%	39,8%
CMPV 2 mois	2,21	1 336	57 430	0,8%	33,3%
CMPV 3 mois	2,40	1 106	73 020	0,6%	42,4%
CMPV 6 mois	2,55	1 086	143 355	0,6%	83,2%
CMPV 12 mois	3,10	989	256 090	0,6%	149,0%
CMPV 24 mois	4,26	797	411 186	0,5%	239,0%
CMPV + bas 12 mois (12 oct. 2022)	1,71				
CMPV + haut 12 mois (6 janv. 2022)	6,41				
CMPV + bas 24 mois (12 oct. 2022)	1,71				
CMPV + haut 24 mois (9 mars 2021)	7,58				

Source : analyse commissaires aux apports fondée sur les cours moyen pondérés journaliers issus de Capital IQ

DMS n'étant pas cotée, nous n'avons pu nous appuyer sur une valeur de marché observable pour la valoriser. Nous avons donc cherché à appréhender cette valeur par une valorisation analogique fondée sur les comparables boursiers.

Selon cette approche, le nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 81,1 millions à 242,7 millions.

### 2.3.6 Objectifs de cours ELIOR au regard de l'évaluation analogique fondée sur les comparables boursiers de DMS

Nous avons également analysé la rémunération résultant :

- d'une valorisation d'ELIOR par référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre de cette société, publiés avant rumeurs relatives à l'Opération ;
- d'une valeur de DMS ressortant d'une évaluation analogique fondée sur les comparables boursiers.

Selon cette approche, le nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 62,8 millions à 267,8 millions.

### 2.3.7 Autres éléments d'appréciation des termes de l'Opération

Les valeurs retenues pour l'Apport et l'action ELIOR dans le cadre de la détermination de la rémunération sont le résultat d'une négociation intervenue entre parties indépendantes, étant rappelé qu'un Comité *ad hoc*, composé d'une majorité de membres indépendants, a été mis en place par le Conseil d'administration d'ELIOR et a été notamment en charge du suivi du projet de rapprochement ayant conduit à l'Opération.

La rémunération proposée de 80.156.782 actions ELIOR résulte donc de la comparaison directe de valeurs de transaction négociées entre les parties.

Nous notons par ailleurs, s'agissant de la valeur par action ELIOR retenue pour déterminer la rémunération de l'Apport, soit 5,65 €, que celle-ci correspond au prix payé par DERICHEBOURG dans le cadre de l'acquisition d'un bloc représentant 14,7% du capital d'ELIOR en date du 18 mai 2022. Pour mémoire, les modalités de cette acquisition prévoient notamment la possibilité d'un complément de prix sur une période de 2 années démarrant le 1<sup>er</sup> janvier 2023 égal à 73% de l'incrément de la valeur de l'action au regard du prix de base payé de 5,65 €, avec un maximum de 1,35 €<sup>6</sup>. Il convient de rappeler que le titre ELIOR évoluait quelques mois avant cette transaction à des niveaux supérieurs à 6 € alors que nous notons qu'il s'élève à 3,36 € à la date du 27 février 2023 en CPMV 60 jours.

Nous avons pris connaissance du contrat de cession relatif à cette opération, et notamment de la clause de complément de prix dont les modalités ne sont pas de nature à remettre en cause, selon nous, la valeur retenue par les parties dans le cadre de l'Opération.

---

<sup>6</sup> Source : présentation des résultats semestriels DERICHEBOURG en date du 25 mai 2022.



### **3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée**

#### **3.1 Rémunération de l'Apport proposée**

La rémunération proposée a été déterminée d'après la valeur de l'Apport d'une part, et celle de l'action d'ELIOR d'autre part, présentées en § 2.2. Elle se traduit par l'émission de 80.156.782 actions ELIOR.

#### **3.2 Diligences effectuées**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération de l'Apport.

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

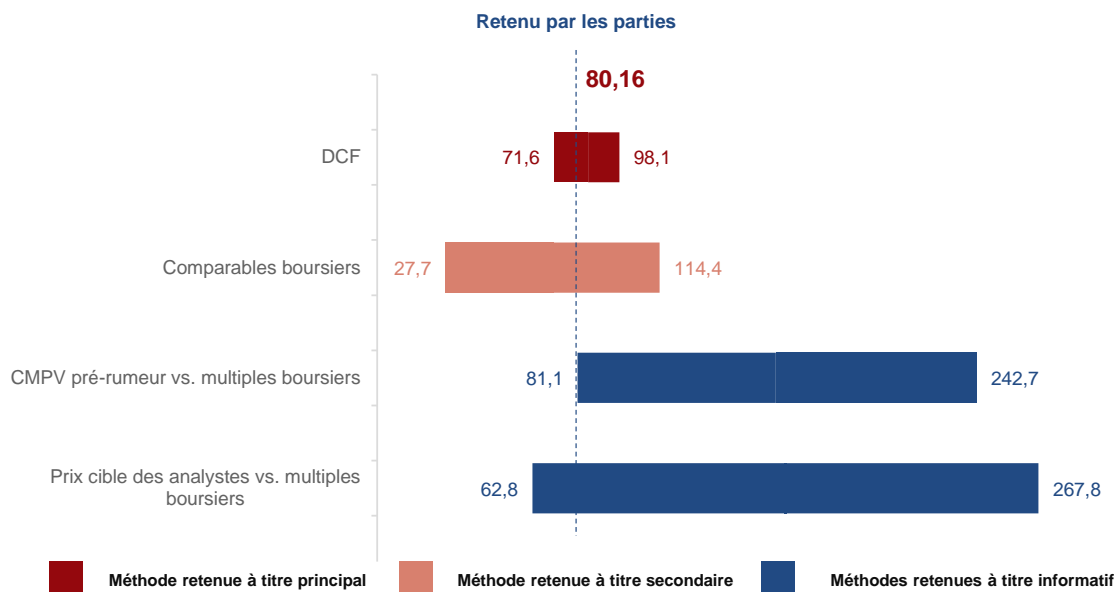
Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée.

#### **3.3 Appréciation et positionnement de la rémunération proposée**

Afin d'apprécier la rémunération retenue par les parties, nous avons déterminé le nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport, en considérant une approche multicritère.

Nous présentons ci-après les fourchettes d'actions ELIOR (en millions) à émettre en rémunération de l'Apport résultant de nos travaux.

### Nombre d'actions ELIOR à émettre en rémunération de l'Apport



Dans le cadre de notre appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée, nous notons que la rémunération retenue par les parties s'inscrit dans la fourchette de notre approche retenue à titre principal et de l'approche analogique fondée sur les comparables boursiers et apparaît donc équitable pour les actionnaires actuels d'ELIOR.

S'agissant des approches reposant sur les références boursières d'ELIOR, la rémunération proposée s'inscrit dans le bas de la fourchette et présente ainsi un caractère très favorable pour les actionnaires de cette société. Cette analyse est néanmoins à mettre au regard du parcours boursier récent d'ELIOR qui montre un décrochage significatif par rapport à l'indice SBF 120 auquel le titre appartient et aux sociétés qui lui sont le plus comparables dans le contexte des difficultés que cette société a connu du fait de la crise sanitaire de la Covid-19 et du niveau élevé de sa dette.

### 3.4 Effets attendus de l'Apport

Les activités de DMS présentent une forte complémentarité avec celles d'ELIOR, ce qui devrait favoriser une rationalisation de ce nouveau portefeuille et engendrer un accroissement de sa rentabilité.

Les synergies de la présente opération d'apport se composent notamment d'économies de coûts et d'accélération de la dynamique commerciale. Leur montant a été estimé par les parties à environ 30 M€ d'EBITDA en année pleine à horizon 2026.

Ces synergies n'ont pas été intégrées dans nos appréciations de la rémunération (§3.1). Elles bénéficieront globalement à tous les actionnaires et constituent donc un élément d'appréciation important du caractère équitable de la rémunération qu'elles viennent renforcer.

#### 4. Synthèse – points clés

L'Opération permettra au groupe ELIOR de disposer d'une offre enrichie et diversifiée de restauration collective (environ 70% du chiffre d'affaires) et de multiservices (environ 30% du chiffre d'affaires), notamment dans le *soft facility management* (nettoyage, accueil, espaces verts), le *hard facility management* (efficacité énergétique, éclairage public), la sécurité ainsi que dans les services RH et d'intérim et la sous-traitance aéronautique.

En plus de cette complémentarité en termes de mix produits, ce nouvel ensemble disposerait (i) d'un portefeuille clients (grandes entreprises, PME et le secteur public) élargi à l'international (États-Unis, Espagne et Portugal, Italie, Royaume-Uni, Allemagne, Chine, etc.) qui pourrait être renforcé sur les marchés en croissance, et (ii) d'un profil financier amélioré par le renforcement de sa rentabilité et l'abaissement de son ratio de levier financier.

Les deux parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement. La rémunération proposée a été déterminée d'après une valeur de DMS de 453 M€, et d'une valeur de l'action ELIOR de 5,65 €, se traduisant par l'émission de 80.156.782 actions ELIOR. Ces termes financiers appellent les remarques suivantes :

- La rémunération retenue par les parties s'inscrit dans la fourchette de valorisation de l'approche de flux futurs de trésorerie actualisés, qui est, selon nous, l'approche la plus pertinente ;
- La rémunération retenue par les parties s'inscrit également dans la fourchette de valorisation résultant de l'approche analogique fondée sur les comparables boursiers, laquelle est toutefois présentée à titre secondaire, notamment dans la mesure où la trajectoire financière du groupe ELIOR depuis la crise sanitaire présente un décalage important par rapport à celles de ses concurrents cotés qui dégagent à ce jour pour l'essentiel des niveaux de rentabilité au moins équivalents à ceux connus avant la crise sanitaire ;
- Par ailleurs, la rémunération retenue par les parties s'inscrit dans le bas de fourchette de nos approches se fondant sur le cours de bourse d'ELIOR et les objectifs de cours des analystes, approches que nous présentons à titre informatif ;

- Enfin, nous rappelons que les parties ont retenu une valeur par action ELIOR de 5,65 € pour déterminer la rémunération de l'Apport, ce qui correspond au prix payé par le groupe DERICHEBOURG dans le cadre de l'acquisition d'un bloc représentant 14,7% du capital d'ELIOR en date du 18 mai 2022, date à laquelle le cours de bourse d'ELIOR s'établissait en moyenne à 3,04 €<sup>7</sup> alors qu'il s'établissait à la date de l'annonce de l'Opération de DMS à 2,47 €<sup>7</sup>.

Par ailleurs, l'Opération devrait permettre une création de valeur significative au travers des synergies estimées par les parties à environ 30 M€ d'EBITDA en année pleine à l'horizon 2026, dont bénéficieront tous les actionnaires.

---

<sup>7</sup> CMPV 60 jours de cotation.

## 5. Conclusion

Compte tenu du contexte et des modalités de l'Opération décrite ci-dessus, sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'Apport conduisant à émettre 80.156.782 actions nouvelles de la société ELIOR présente un caractère équitable.

Paris, le 3 mars 2023

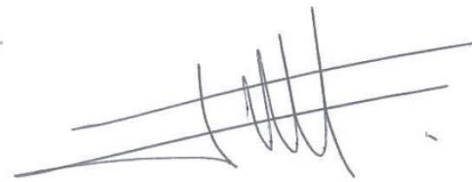
Les Commissaires aux apports

ABERGEL & ASSOCIES



Jean-Noël MUNOZ

FINEXSI



Christophe LAMBERT

Commissaires aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale de Paris