



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 valeur 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, l'ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre du 12 janvier 2023 a donc étendu notre mission, par référence à la position-recommandation 2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers, à l'appréciation du caractère équitable de la rémunération de l'apport proposée. Nous avons ainsi émis un avis sur la rémunération de l'apport, qui fait l'objet d'un rapport distinct.

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

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport, augmentée de la prime d'apport.

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. Diligences accomplies et appréciation de la valeur de l'apport
3. Synthèse – Points clés
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€¹ et une marge d'EBITDA de 4,2%² à fin septembre 2022 pour environ 134.000 collaborateurs.

¹ 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.

² 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 ans³, 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 DERICHEBOURG⁴, 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.

³ Durée étendue à 8 ans pour certaines stipulations.

⁴ 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 Elixir, 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. Diligences accomplies et appréciation de la valeur de l'Apport

2.1 Diligences mises en œuvre

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Société Bénéficiaire sur l'absence de surévaluation de l'Apport effectué par l'Apporteur.

En conséquence, notre mission ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pas pour objectif de formuler une opinion sur les comptes ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération.

En outre, notre mission 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.

En exécution de la mission qui nous a été confiée, nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes afin de nous assurer que la valeur de l'Apport n'est pas surévaluée.

Dans ce cadre, nous avons :

- Contrôlé la réalité et la propriété de l'Apport et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- Apprécie la valeur de l'Apport retenue dans le Traité d'apport ;
- Vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports ;
- Vérifié que la valeur réelle de l'Apport pris dans son ensemble est au moins égale à la valeur globale de l'apport proposée dans le Traité d'apport ;
- Vérifié, jusqu'à la date de rédaction de ce rapport, l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur globale de l'Apport.

En particulier, nos diligences ont consisté à :

- Prendre connaissance du contexte et des objectifs de la présente opération d'Apport ;
- Nous entretenir avec les représentants d'ELIOR et de DERICHEBOURG 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 ;

- Examiner le Traité d’apport et ses annexes en date du 3 mars 2023 ;
- Prendre connaissance de 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 ;
- Prendre connaissance du processus ayant conduit à l’Opération ;
- Procéder à la revue de la documentation juridique relative à DMS ;
- Procéder à la revue des comptes annuels et combinés de DMS au 30 septembre 2022 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 ;
- Prendre connaissance des mouvements éventuels sur le capital de DMS intervenus précédemment à l’Opération envisagée ;
- Nous entretenir avec les dirigeants et représentants de DMS d’une part et d’ELIOR d’autre part ;
- Analyser et revoir avec le conseil financier d’ELIOR (MORGAN STANLEY) les éléments de valorisation de DMS qui figurent dans le Projet de Document d’Exemption ainsi que son rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses ;
- Prendre connaissance des rapports des missions de *due diligence* (comptables, financières, fiscales, juridiques, stratégiques...) réalisées dans le contexte l’Opération relatifs à la société DMS ;
- Contrôler l’évaluation de l’Apport, examiner et apprécier les méthodes d’évaluation retenues et mettre en œuvre des méthodes similaires ou alternatives pour assurer une approche multicritère appropriée comprenant les critères les plus pertinents ;
- Examiner le plan d’affaires de DMS couvrant la période 2023-2026 et examiner avec le management les fondamentaux de l’activité et les perspectives de croissance et de rentabilité au regard notamment de l’évolution du marché ;
- Examiner l’extrapolation en 2027 réalisée par les conseils financiers mandatés par ELIOR et échanger avec ces derniers ainsi qu’avec le management d’ELIOR de la pertinence des hypothèses retenues ;
- Analyser la sensibilité de la valeur de l’Apport en fonction de critères jugés pertinents ;
- Obtenir une lettre d’affirmation des représentants de DERICHEBOURG et d’ELIOR qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés en qualité de commissaires aux apports chargés d'apprécier la rémunération de l'Apport.

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation de l'Apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du chapitre 3 du Traité d'apport, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle des actions apportées en tant que valeur de l'Apport.

L'Apport porte sur des titres de participation représentatifs du contrôle pour la Société Bénéficiaire, au sens de l'article 710-2 du Règlement n° 2014-03 de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan Comptable Général. Celui-ci est donc assimilable à un apport partiel d'actifs constituant une branche d'activité et est soumis aux dispositions du titre VII dudit Règlement.

Dès lors, s'agissant d'une opération d'apport entre sociétés sous contrôle distinct et réalisée à l'endroit, elle doit être réalisée à la valeur réelle conformément aux dispositions du règlement ANC n°2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général, tel que modifié par les règlements n°2017-01 du 5 mai 2017 et n°2019-06 du 8 novembre 2019.

Le choix retenu dans le Traité d'apport concernant la méthode de valorisation de l'Apport est conforme au règlement précité et n'appelle pas d'observation de notre part.

2.3 Réalité de l'Apport

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés que les actions apportées étaient libres de tout nantissement.

Nous nous sommes assurés de la propriété des titres transmis à partir du registre de mouvement de titres et des comptes d'actionnaires de DMS qui désignent l'Apporteur comme titulaire des actions apportées.

Nous avons par ailleurs constaté l'absence de réserve du commissaire aux comptes dans le cadre de son audit des comptes sociaux et combinés de DMS au 30 septembre 2022.

Par ailleurs, nous nous sommes fait confirmer, par lettre d'affirmation, l'absence de toute restriction dans le transfert des actions apportées.

Enfin, nous rappelons que les conditions suspensives préalables à la réalisation de l'Apport portent notamment sur l'obtention par DERICHEBOURG (i) des autorisations requises au titre du contrôle des concentrations et (ii) d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les titres d'ELIOR accordée par l'AMF, qui serait devenue définitive et irrévocable, l'Opération ayant pour conséquence le franchissement des seuils de 30% du capital et des droits de vote d'ELIOR par DERICHEBOURG.

2.4 Appréciation de la valeur de l'Apport

2.4.1 Méthodes d'évaluation retenues par les parties

La valeur des actions apportées résulte des négociations intervenues entre les parties, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche multicritère.

Les méthodes fondées sur l'actif net comptable et l'actif net réévalué et sur l'actualisation des dividendes n'ont pas été retenues, dans la mesure où elles n'ont pas été jugées pertinentes pour apprécier la valeur de l'Apport.

Les méthodes retenues telles que présentées dans l'annexe 3.1 (a) du Traité d'apport sont fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF), les multiples boursiers et les multiples de transactions comparables, et ont permis de calculer pour chacune une valeur d'entreprise de DMS.

Nous présentons ci-après les éléments de valorisation détaillés dans le Projet de Document d'Exemption.

(i) Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Afin d'évaluer la valeur des fonds propres de la société DMS, sur la base de la valeur d'entreprise, il a été tenu compte (i) de l'endettement financier net externe et intragroupe de la société DMS, (ii) d'ajustements de périmètre de la société DMS se traduisant principalement par la génération de trésorerie liée à des cessions, (iii) du fonds de roulement de la société DMS, par l'ajout de tout surplus de fonds de roulement ou la soustraction de tout déficit de fonds de roulement entre le niveau normatif du fonds de roulement défini entre les parties et la situation réelle du fonds de roulement à la date d'effet de l'opération et (iv) d'autres éléments assimilés à de l'endettement (*debt-like*) ou de la trésorerie (*cash-like*) de la société DMS.

La valeur des fonds propres de la société DMS tient également compte d'un ajustement lié à la génération de trésorerie par DMS jusqu'à la date de réalisation de l'Apport.

(ii) L'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) :

Les hypothèses financières retenues pour la valorisation des actions DMS ont été déterminées sur la base du plan d'affaires de DMS fourni par DERICHEBOURG dans le cadre des négociations de l'Opération envisagée, présentant des prévisions sur quatre ans, du 30 septembre 2022 au 30 septembre 2026.

Ce plan d'affaires de référence fourni par DERICHEBOURG a été ajusté par ELIOR pour tenir compte, notamment, des points de vue et des estimations de la direction d'ELIOR.

Ce plan d'affaires ajusté de DMS retient une croissance annuelle moyenne de chiffre d'affaires de 5,3% et une croissance annuelle moyenne de l'EBITDA de 7,5% sur la période du 30 septembre 2022 au 30 septembre 2026.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles de DMS repose ainsi sur les projections financières du plan d'affaires sur la période 2023-2026, extrapolées jusqu'en 2027. La valeur terminale a été calculée sur la base du dernier flux de trésorerie du plan d'affaires.

Sur la base des fourchettes d'un coût moyen pondéré du capital de 8,00 à 9,00%, d'un taux de croissance à l'infini de 1,75 à 2,25% et des projections financières utilisées, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aboutit à une valeur d'entreprise de l'ordre de 430 M€ à 530 M€ pour DMS. Ainsi, la valeur des capitaux propres de DMS s'établit dans une fourchette comprise entre 433 M€ et 533 M€.

(iii) Les multiples boursiers :

La méthode des multiples boursiers consiste à appliquer les multiples boursiers de sociétés cotées comparables (pairs) aux agrégats financiers estimés de l'activité analysée, afin d'obtenir la valeur implicite de sa valeur d'entreprise permettant de déterminer celle de ses fonds propres.

Des sociétés de dimension internationale exerçant leurs activités dans le secteur du *Facility Management* ont été retenues pour constituer l'échantillon des pairs.

Le multiple retenu dans le cadre de cette méthode est le multiple médian d'EBITDA 2023 post-IFRS 16 estimé pour l'échantillon retenu, égal à 8,5x.

En se fondant sur ce multiple médian d'EBITDA 2023 post-IFRS 16, cette méthode a permis d'obtenir une fourchette de valeurs d'entreprise de DMS de l'ordre de 420 M€ - 460 M€. Ainsi, la valeur des capitaux propres de DMS s'établit dans une fourchette comprise entre 423 M€ et 463 M€.

(iv) Les multiples de transactions comparables :

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation moyens ou médians d'un échantillon de transactions récentes ayant eu lieu entre sociétés présentant des caractéristiques opérationnelles et financières proches de celle de DMS.

Une fourchette de multiples d'EBITDA de 10,9 - 11,9x a été appliquée à l'EBITDA pré- IFRS 16 des douze derniers mois pour valoriser DMS.

Cette méthode a permis d'obtenir une fourchette de valeurs d'entreprise l'ordre de 430 M€ - 470 M€. Ainsi, la valeur des capitaux propres de DMS s'établit dans une fourchette comprise entre 433 M€ et 473 M€.

La valeur des fonds propres de DMS fixée à 453 M€ se situe dans la fourchette de valorisation obtenue par l'approche multicritère, laquelle ne tient pas compte des synergies attendues du rapprochement de DMS avec les activités d'ELIOR.

2.4.2 Appréciation par les commissaires aux apports des approches retenues par les parties

La valeur d'Apport retenue par les parties est le résultat d'une négociation librement 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.

Cette valeur d'apport a été confortée par la mise en œuvre d'une approche multicritère par les parties et leurs conseils.

Nous avons pris connaissance des travaux d'évaluation réalisés par les parties et leurs conseils.

Les méthodes d'évaluation retenues par les parties, décrites ci-avant, appellent de notre part les remarques suivantes :

- Les parties et leurs conseils ont apprécié la valeur de l'Apport au regard de critères que nous considérons usuels et adaptés au regard des activités et des caractéristiques respectives des sociétés concernées ;
- Les hypothèses retenues dans le cadre de ces approches n'appellent pas de remarques particulières ;
- L'approche par les multiples transactionnels ne nous semble néanmoins pas applicable au regard de la disponibilité de certaines informations relatives aux opérations et du nombre limité de transactions récentes.

2.4.3 Méthodes d'évaluation retenues par les commissaires aux apports

L'Apport est constitué de l'intégralité des actions DMS composant le capital de cette société, toutes entièrement libérées et conférant les mêmes droits aux porteurs.

Dès lors, l'analyse de la valeur individuelle par action de l'Apport est similaire à celle de la valeur globale de l'Apport.

Pour apprécier la valeur globale de l'Apport, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère, après avoir écarté certaines méthodes jugées non pertinentes.

2.4.3.1 Méthodes écartées par nos soins

- (i) L'actif net comptable et l'actif net réévalué :

La méthode de l'actif net, qui consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur comptable de ses actifs ou sur la base de la valeur comptable corrigée des plus-values et moins-values latentes non traduites dans le bilan, ne reflète que très partiellement les perspectives futures de la société et n'apparaît donc pas pertinente dans le contexte d'évaluation de DMS.

- (ii) L'actualisation des dividendes :

La méthode de l'actualisation des dividendes, qui consiste à valoriser une entreprise en actualisant ses dividendes futurs, est liée à la politique de distribution des dividendes et aux contraintes potentielles en matière de financement et n'apparaît pas non plus pertinente dans le contexte de l'évaluation de DMS.

- (iii) Les multiples de transactions 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. Dans ce contexte, nous avons identifié un certain nombre de transactions. Néanmoins, l'absence ou le manque de données de sources officielles, 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.

2.4.3.2 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) :

La méthode dite « DCF » (*Discounted Cash-Flows*) consiste à déterminer la valeur d'entreprise d'une société par l'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels, la valeur ainsi extériorisée étant fortement corrélée aux hypothèses retenues dans le plan d'affaires utilisé pour la valorisation.

2.4.3.2.1 Hypothèses retenues pour l'élaboration du plan d'affaires

Nous avons obtenu communication du plan d'affaires de DMS fourni par DERICHEBOURG dans le cadre des négociations de l'Apport, qui présente des prévisions sur quatre ans, du 30 septembre 2022 au 30 septembre 2026.

Ce plan d'affaires fourni par DERICHEBOURG a été ajusté par ELIOR pour tenir compte, notamment, des points de vue et des estimations de la direction d'ELIOR. Par mesure de prudence dans le cadre de l'appréciation de la valeur d'Apport, nos travaux tiennent également compte de ces ajustements sur le plan d'affaires de DMS.

2.4.3.2.2 Appréciation des principales hypothèses d'évaluation

Conformément à nos diligences, nous avons procédé à la revue des principales hypothèses retenues pour l'estimation des flux futurs de trésorerie et avons mis en œuvre notre propre évaluation.

Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini :

Le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux de trésorerie futurs de DMS tient compte notamment d'un taux sans risque correspondant à la moyenne 6 mois au 31 janvier 2023 de l'OAT TEC 10, d'une prime de risque du marché actions et d'un bêta désendetté des comparables identifiés.

S'agissant de la croissance à l'infini, nous avons retenu un taux cohérent avec les hypothèses retenues d'inflation sur le long terme pour la France.

Situation d'endettement net :

La dette nette ajustée de DMS a été déterminée sur la base des comptes combinés de cette société au 30 septembre 2022.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de DMS au 30 septembre 2022 a été déterminé sur la base notamment d'ajustements de périmètre principalement composés des impacts du détournage prévu pré-Apport, des ajustements de BFR, des provisions non récurrentes avant IDA et de divers coûts de détournage estimés par les parties.

Synthèse :

Sur ces bases, compte tenu d'une situation d'endettement déterminée au 30 septembre 2022, la valeur d'Apport s'inscrit dans le bas de la fourchette de valorisation des actions de DMS ressortant de nos analyses.

2.4.3.3 Méthode analogique des multiples boursiers de sociétés comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité, à des agrégats de la société à évaluer jugés pertinents.

La mise en œuvre d'une telle approche suppose de pouvoir disposer d'un échantillon de sociétés comparables en termes de zone géographique, de caractéristiques opérationnelles, de taille et de niveau de rentabilité.

Peu de sociétés cotées sont pleinement comparables à DMS en termes de mix-activité et de mix géographique, DMS étant un *pure-player* du service opérant principalement en France. Les sociétés les plus comparables à DMS ne sont pas des sociétés cotées.

Nous avons néanmoins retenu un échantillon de sociétés comparables présentant des caractéristiques que nous considérons pertinentes au regard de la taille des comparables, du niveau de marge d'EBITDA, du suivi régulier par un panel d'analystes, de données prévisionnelles disponibles et d'un flottant et liquidité suffisants des titres.

Sur la base de l'échantillon retenu de sociétés dont la comparabilité avec DMS a été considérée pertinente, la fourchette de valorisation des actions de DMS ressortant de nos analyses encadre la valeur d'Apport et la conforte.

3. Synthèse - Points clés

La valeur d'Apport de 453 M€ résulte d'une négociation libre entre deux parties indépendantes.

La fourchette de valeurs des titres de DMS, extériorisée par notre approche multicritère, encadre et conforte la valeur d'Apport retenue par les parties, étant précisé que :

- la valeur d'Apport se situe dans le bas de notre fourchette de valeurs de fonds propres ressortant de la mise en œuvre de l'approche par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), méthode que nous considérons la plus adaptée au regard des spécificités de DMS ;
- la valeur d'Apport est encadrée par notre fourchette de valeurs ressortant de la mise en œuvre de l'approche analogique des multiples boursiers.

Nos estimations de valeurs sont fondées sur une approche *stand-alone* n'intégrant aucune des synergies anticipées par les parties.

Nous nous sommes assurés auprès de DMS et d'ELIOR qu'aucun élément ne remettait en cause significativement les données qui nous ont été communiquées et que nous avons retenues dans le cadre de nos travaux.

En définitive, les valeurs auxquelles conduisent nos travaux de valorisation et les analyses de sensibilité à certains paramètres ne remettent pas en cause la valeur de l'Apport.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'Apport retenue s'élevant à 452.885.818,30 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire de l'Apport, majorée de la prime d'apport.

Paris, le 3 mars 2023

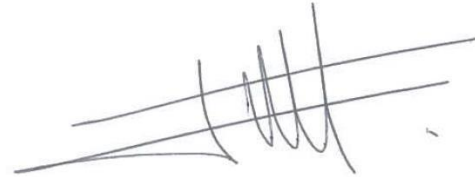
Les Commissaires aux apports

ABERGEL & ASSOCIES



Jean-Noël MUNOZ

FINEXSI



Christophe LAMBERT

Commissaires aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale de Paris