

Pierre BEAL
BM&A
11, rue de Laborde
75008 PARIS

Dominique MAHIAS
13-15 Promenade Sisley
92150 SURESNES

LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS INVESTISSEMENT

Société anonyme

Au capital de 16 072 245 euros

50 route de la Reine

92100 Boulogne-Billancourt

RCS Nanterre 325 356 079

RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA SCISSION

SUR LA VALEUR DES APPORTS

APPORT PAR LA SOCIETE LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS

A LA SOCIETE LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS INVESTISSEMENT

DE L'ACTIVITE « PRESTATIONS DE SERVICES DE PROMOTION IMMOBILIERE

ET DE SERVICES ADMINISTRATIFS ET FINANCIERS »

Assemblée générale du 21 novembre 2019

Aux actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du tribunal de commerce de Nanterre, en date du 19 juillet 2019, concernant l'apport de la branche d'activité de prestation de services de promotion immobilière et de prestation de services administratifs et financiers (ci-après l'« Activité Apportée ») aux filiales de la société les Nouveaux Constructeurs (ci-après « LNC ») à la société Les Nouveaux Constructeurs Investissement (ci-après « LNCI »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par les articles L.236-10 et L.225-147 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la rémunération des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité d'apport partiel d'actifs (ci-après le « Traité d'Apport ») signé par les représentants des sociétés concernées en date du 11 octobre 2019. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées 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 nominale des actions à émettre par LNCI, société bénéficiaire des apports, augmentée de la prime d'émission, et d'autre part, à apprécier le cas échéant les avantages particuliers stipulés.

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

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

Notre rapport vous est présenté selon le plan suivant :

- 1. Présentation de l'opération et description des apports**
- 2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports**
- 3. Conclusion**

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1 Contexte de l'opération

Comme indiqué dans le traité d'apport partiel d'actifs signé par les représentants des sociétés concernées par l'opération d'apport, l'apport envisagé vise à transférer à LNCl l'activité de prestation de services de promotion immobilière et de prestation de services administratifs et financiers aux filiales de LNC. Cette opération permettra de rationaliser l'organigramme du groupe en France : LNC deviendra une pure société holding et l'activité opérationnelle des services de promotion immobilière du groupe sera regroupée au sein de LNCl avec les sociétés de projet (SCI, SCCV, SNC) auxquelles l'Activité Apportée facture ses prestations de services.

L'opération projetée est soumise au régime juridique des scissions défini aux articles L236-16 à L236-22 du Code de commerce.

1.2 Présentation des parties

1.2.1 LNC – Société Apporteuse

LNC est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 722 032 778.

Son siège social est situé 50 route de la Reine, 92100 Boulogne-Billancourt.

À la date du présent rapport, son capital social s'élève à 16 039 755 €, divisé en 16 039 755 actions d'une valeur nominale de 1 € chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les actions de la société apporteuse sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris, sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004023208. Un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis quatre ans au moins, au nom d'un même titulaire.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

La société LNC a pour objet principal, tant en France qu'à l'étranger, directement ou indirectement et notamment par voie de prise de participation sous quelque forme que ce soit à toute entreprise créée ou à créer :

- la promotion immobilière, l'aménagement, le lotissement, l'achat, la construction, la vente, l'achat en vue de la revente, la détention, la rénovation, l'équipement et la location de tous biens immobiliers, ainsi que toute activité immobilière ou industrielle s'y rattachant ;
- toutes prestations de services, notamment commerciales, techniques, financières ou de gestion immobilière se rattachant aux activités ci-dessus ;
- la détention ou la gestion de sociétés et de toutes autres structures juridiques françaises ou étrangères commerciales, industrielles, financières, mobilières ou immobilières ;
- et plus généralement, toutes opérations de quelque nature que ce soit pouvant se rattacher directement ou indirectement aux activités ci-dessus.

LNC n'a pas émis d'autres titres de capital, ni d'instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la société.

Elle a contracté un emprunt obligataire d'un montant total de 30 m€ venant à expiration le 23 décembre 2019.

Au titre de l'exercice 2018, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 76 m€ pour un résultat d'exploitation de 22,5 m€. La quasi-totalité de l'exploitation résulte de l'Activité Apportée, LNC percevant en outre, au titre de son résultat financier, les dividendes versés par ses filiales dont LNCl.

Elle emploie 283 salariés.

1.2.2 LNCl - Société Bénéficiaire

LNCl est une société anonyme à conseil d'administration immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 325 356 079.

Son siège social est situé 50 route de la Reine, 92100 Boulogne-Billancourt.

À la date du présent rapport, son capital social s'élève à 16.072.245 euros, divisé en 16.072.245 actions d'une valeur nominale d'un 1 € chacune entièrement libérées, et toutes de même catégorie.

Son exercice social débute le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

Elle a pour objet social : toute opération commerciale ou immobilière ayant trait à l'immobilier, en particulier dans des entités ayant pour objet direct ou indirect la construction, la vente de biens immobiliers. Sauf quelques exceptions, elle détient les participations du groupe LNC dans les sociétés de projet, notamment les sociétés civiles de construction-vente.

La société bénéficiaire n'a pas émis de titres de créance ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des titres représentatifs de son capital social.

Elle n'emploie aucun salarié.

1.2.3. Liens entre les sociétés et dirigeants communs

À la date de la présente, la société apporteuse détient 99,84 % du capital et des droits de vote de la société bénéficiaire.

Monsieur Moïse Mitterrand est Président du Directoire de la société apporteuse et Président Directeur Général de la société bénéficiaire.

Monsieur Fabrice Desrez est membre du Directoire de la société apporteuse et administrateur et Directeur Général Délégué de la société bénéficiaire.

Monsieur Paul-Antoine Lecocq est membre du Directoire de la société apporteuse et représentant permanent de LNC, administrateur de la société bénéficiaire.

La société Premier Investissement (holding de contrôle de la société apporteuse) dont le représentant permanent est Madame Marie Mitterrand, est membre du Conseil de surveillance de la société apporteuse et administrateur de la société bénéficiaire.

1.2.4 Conventions conclues entre les parties

Une convention de prestation de services a été conclue le 25 mai 2016 entre la société apporteuse et la société bénéficiaire, ayant pour objet la fourniture par LNC de services administratifs, juridiques et financiers à LNCl.

LNC et LNCl sont également parties à une convention d'intégration fiscale et à une convention de centralisation de trésorerie.

1.3 Motifs et but de l'apport

La société apporteuse a une activité de holding opérationnelle : elle exerce une activité de services de promotion immobilière de gestion, suivi technique et commercialisation des opérations de construction-vente portées par les sociétés de projet, elles-mêmes détenues par la société bénéficiaire. À titre accessoire, la société apporteuse fournit par ailleurs à destination de ces dernières, des services de gestion et suivi administratif, comptable, fiscal, juridique dans le cadre de conventions de prestations de services intra-groupe.

L'apport envisagé vise à transférer à LNCl, l'activité de prestation de services de promotion immobilière et de prestation de services administratifs et financiers aux filiales de LNC (l'« Activité Apportée »), afin de rationaliser l'organigramme du groupe en France, de sorte que LNC devienne une pure holding et que l'activité opérationnelle de services de promotion immobilière aujourd'hui prise en charge par LNC soit regroupée au sein de LNCl.

1.4 Description de l'opération

Les modalités de réalisation et la consistance de l'apport partiel d'actif sont exposées de façon détaillée dans le traité d'apport. Elles peuvent se résumer comme suit :

1.4.1 Modalités de l'opération

Comptes utilisés pour établir les conditions de l'apport

Les comptes utilisés pour établir les conditions de l'apport sont :

- pour la société LNC, société apporteuse : les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2019 figurant dans le rapport financier semestriel établi conformément aux dispositions de l'article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier, tels qu'arrêtés par le Directoire le 16 septembre 2019, les « Comptes de Référence », qui ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes le 23 septembre 2019, établis sur la base d'une situation comptable intermédiaire au 30 juin 2019 ;
- pour la société LNCl, société bénéficiaire, une situation comptable intermédiaire arrêtée au 31 août 2019 établie selon la même présentation et selon les mêmes méthodes que les comptes annuels de l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Les éléments d'actif et de passif apportés ont été évalués de manière provisoire, sur la base d'une situation comptable prévisionnelle (la « Situation Comptable Prévisionnelle »), à la date de réalisation de l'apport, définie à l'article 6.3 du traité d'apport, soit le 1^{er} janvier 2020.

À cette date il sera procédé à l'établissement d'une situation comptable définitive de l'Activité Apportée, laquelle donnera lieu, le cas échéant à un ajustement, dans les conditions définies à l'article 8.3 du traité d'apport.

Propriété et jouissance de l'apport

La société bénéficiaire aura la propriété et la jouissance des biens et droits transmis par la société apporteuse au titre de l'apport, y compris ceux qui auraient été omis, soit dans le traité d'apport, soit dans la comptabilité de la société apporteuse, soit qui seraient créés postérieurement à la date d'établissement du traité d'apport, à compter de la date de réalisation.

D'une manière générale, la société bénéficiaire sera subrogée, purement et simplement, dans tous les droits, actions, obligations et engagements divers de la société apporteuse dans la mesure où ces droits, obligations, et engagements se rapportent à l'Activité Apportée à compter de la date de réalisation.

Régime juridique et fiscal

Sur le plan juridique, la présente opération d'apport sera placée sous le régime juridique des scissions défini aux articles L236-16 à L236-22 du Code de commerce.

En conséquence, l'apport emportera transmission universelle au profit de la société bénéficiaire de l'ensemble des éléments actifs et passifs rattachés à l'Activité Apportée et elle sera substituée dans tous les droits et obligations de la société apporteuse liés à l'Activité Apportée à compter de la date de réalisation.

Toutefois, les parties à l'opération d'apport, ont décidé expressément d'écarter toute solidarité entre elles conformément aux dispositions de l'article L. 236-21 du Code de commerce. En conséquence, la société bénéficiaire ne sera tenue que de la partie du passif mis à sa charge au titre du présent apport et la société apporteuse ne sera pas débitrice solidaire des dettes ainsi transmises à la société bénéficiaire.

Sur le plan fiscal, l'opération d'apport partiel d'actif sera placée sous le régime fiscal de faveur défini aux articles 210 A et 210 B du Code Général des Impôts en matière d'impôt sur les sociétés.

En matière de droits d'enregistrement, l'apport bénéficiera des dispositions de l'article 816 du Code général des Impôts. En conséquence, il ne donnera lieu au paiement d'aucun droit.

Conditions suspensives

L'apport est soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- a) approbation de l'apport et de sa rémunération par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société apporteuse ;
- b) approbation de l'apport et de sa rémunération par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société bénéficiaire.

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 et de l'article L. 236-4 du Code de commerce, aux termes de l'Article 6.3 du présent Traité d'Apport ci-dessus, la date de réalisation définitive de l'Apport et de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire interviendra au 1er janvier 2020, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives visées ci-dessus (la « Date de Réalisation »).

Si ces conditions n'étaient pas toutes accomplies d'ici le 31 décembre 2019 à minuit, le traité d'apport serait considéré comme nul et non avenu sans qu'il y ait lieu à paiement d'aucune indemnité de part ni d'autre.

1.4.2 Présentation des apports

Valorisation des apports

Au regard des dispositions de l'article 743-2 du règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017, le projet implique des sociétés sous contrôle commun. Dès lors, comme indiqué à l'article 4.1 du traité d'apport, les éléments d'actif et de passif apportés seront transmis à la société bénéficiaire, et comptabilisés par elle, à leur valeur nette comptable à la date de réalisation de l'opération.

Description des apports

Les éléments d'actif apportés comprennent l'ensemble des actifs et droits se rattachant à l'activité apportée, tels qu'ils existeront à la date de réalisation.

Sur la base des Comptes de Référence et de la Situation Comptable Prévisionnelle, les éléments d'actif apportés au titre du présent apport, ayant fait l'objet d'une projection à la date de réalisation, comprennent les biens ci-après désignés :

ACTIF APORTE Valeur d'apport estimée	Valeur brute	Amortissements / Provisions	Valeur nette comptable (€)
Immobilisations incorporelles			
Concessions, brevets et droits similaires	42 000	42 000	0
Fonds commercial	452 000	452 000	0
Autres immobilisations incorporelles (logiciels)	834 000 2 174 000	696 000 700 000	138 000 1 474 000
Avances et acomptes sur immobilisations incorporelles	3 502 000	1 890 000	1 612 000
Total immobilisations incorporelles			
Immobilisations corporelles	33 000	17 000	16 000
Constructions	4 491 000	3 208 000	1 283 000
Installations techniques, matériels et outillages	4 524 000	3 225 000	1 299 000
Total immobilisations corporelles			
	1 020 000		1 020 000
Immobilisations financières	1 020 000		1 020 000
Prêts			
Total immobilisations financières			
	104 000		104 000
Créances	104 000		
Autres créances			
Total créances			104 000
	11 113 000		
Disponibilités et divers	11 113 000		
Disponibilités			
Total disponibilités			11 113 000
TOTAL ACTIF APORTE ESTIME	20 263 000	5 115 000	15 148 000

Les éléments de passif pris en charge par la société bénéficiaire comprennent l'ensemble des passifs et obligations se rattachant à l'activité apportée, tels qu'ils existeront à la date de réalisation.

Sur la base des Comptes de Référence et de la Situation Comptable Prévisionnelle, les éléments de passif pris en charge par la société bénéficiaire au titre du présent Apport, ayant fait l'objet d'une projection à la Date de Réalisation, comprennent les passifs et obligations ci-après désignés :

PASSIF APORTE Valeur d'apport estimée	Valeur nette comptable (€)
Provisions	
Provisions pour risques	895 000
Provisions pour charges	2 627 000
Total provisions pour risques et charges	3 522 000
Dettes diverses	
Dettes fiscales et sociales	7 462 000
Autres dettes	129 000
Total dettes	7 591 000
TOTAL PASSIF TRANSMIS ESTIME	11 113 000

La valeur de l'actif net apporté à LNCl est estimé de manière provisoire à :

En €	Montant net estimé
Actif apporté estimé	15 148 000
Passif estimé pris en charge	11 113 000
TOTAL	4 035 000

Indépendamment des éléments d'actif et de passif apportés désignés ci-dessus, la société bénéficiaire reprendra et/ou bénéficiera des engagements hors bilan reçus ou donnés par la société apporteuse attachés à l'activité apportée.

Comme indiqué ci-avant, les valeurs d'apport des éléments d'actifs ou de passif seront définitivement fixées à la date de réalisation soit le 1^{er} janvier 2020. Pour ce faire, les parties arrêteront d'un commun accord un état comptable à cette date, reflétant la valeur des actifs et passifs apportés (la « Situation comptable définitive »).

Toute différence résultant de variations d'actif ou de passif, entre d'une part la valeur attribuée à l'actif net apporté telle qu'elle ressort des Comptes de Référence et de la Situation Comptable Prévisionnelle (la « Valeur d'Apport de Référence ») et, d'autre part, la valeur nette comptable de l'actif apporté telle qu'elle ressortira de la Situation Comptable Définitive (la « Valeur d'Apport Définitive »), sera ajustée de la manière suivante :

- si la Valeur d'Apport Définitive est supérieure à la Valeur d'Apport de Référence, l'excédent ainsi constaté viendra s'ajouter à la prime d'apport pour la totalité de son montant ;
- si la Valeur d'Apport Définitive est inférieure à la Valeur d'Apport de Référence, la société apporteuse procédera à un apport en numéraire complémentaire du montant nécessaire à la libération totale du capital rémunérant l'apport, de sorte que la valeur nette de l'actif apporté soit égale à la Valeur d'Apport de Référence.

1.4.3 Rémunération de l'apport

La rémunération de l'apport a été effectuée sur la base de la valeur réelle de l'activité apportée et de la société bénéficiaire selon les modalités décrites en annexe 3 au traité d'apport.

La valeur réelle de la branche d'activité apportée ressort à 81 141 k€.

La valeur réelle d'une action de la société bénéficiaire de l'apport ressort à 26,09 €.

Sur ces bases, il sera attribué à LNC, 3 109 821 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 €, entièrement libérées, créées par augmentation de capital de la société LNCl.

Le capital de la société LNCl sera ainsi porté de 16 072 245 € à 19 182 066 €, divisé en 19 182 066 actions d'une valeur nominale de 1 € chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

Les actions nouvelles émises seront entièrement assimilées aux actions existantes, elles jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts de la société bénéficiaire à compter de la date de réalisation.

La différence entre le montant de l'actif net apporté, soit 4 035 000 €, et le montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire, soit 3 109 821 €, égale à 925 179 €, constituera une prime d'apport qui sera inscrite, à la date de réalisation, au passif du bilan de la société bénéficiaire sur laquelle porteront les droits de tous les actionnaires anciens et nouveaux de la société bénéficiaire.

Le traité d'apport précise que, sur la prime d'apport, pourront être imputés des frais, droits et honoraires occasionnés par l'opération ainsi que toute autre affectation décidée par l'assemblée générale de la société bénéficiaire.

2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences accomplies

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société bénéficiaire sur la valeur de l'apport devant être effectué.

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.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date de réalisation de l'opération.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission, et en particulier :

- nous nous sommes entretenus avec les responsables du groupe LNC en charge de l'opération, tant pour appréhender le contexte de l'apport proposé, que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- nous avons examiné le traité d'apport partiel d'actif signé par les représentants des sociétés concernées en date du 11 octobre 2019 et de ses annexes ;
- nous avons pris connaissance des états financiers sociaux au 31 décembre 2018 de LNC et nous avons obtenu les rapports des commissaires aux comptes sur ces comptes, comportant une certification pure et simple ;
- nous avons également pris connaissance de la situation intermédiaire comptable établie au 30 juin 2019, et qui sert de base pour la détermination de la valeur d'apport de la branche d'activité apportée ;
- nous avons revu la méthodologie retenue pour identifier les actifs et les passifs relatifs à l'activité apportée, et nous avons examiné les principaux postes du bilan d'apport ;
- nous avons vérifié la pleine et entière propriété des actifs transmis ;
- nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation réalisé par un évaluateur indépendant, daté du 25 juillet 2019, concernant la valeur d'entreprise de la branche d'activité apportée ;
- nous avons examiné l'approche d'évaluation multicritères retenue par les parties à l'opération pour déterminer la valeur réelle de la branche d'activité apportée, décrite en annexe 3 au traité d'apport ;
- nous avons développé notre propre approche d'évaluation de la branche d'activité apportée.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part du représentant de LNC, qui nous a confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission, et notamment l'absence de fait ou événement connu susceptible de remettre en cause la valeur des apports.

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des apports

L'opération consiste en l'apport partiel d'actif, par la société LNC à la société LNCI de la branche d'activité de prestation de services de promotion immobilière et de prestation de services administratifs et financiers aux filiales de la société LNC.

La société LNCI est détenue à 99,84 % par LNC.

Comme indiqué à l'article 4.1 du traité d'apport, et conformément aux dispositions de l'article 743-2 du règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017, tous les éléments d'actif et de passif figurant dans l'apport seront transmis pour leur valeur nette comptable à la date de réalisation, dans le cadre d'une opération de restructuration entre sociétés sous contrôle commun.

Ce mode d'évaluation n'appelle pas d'observation particulière de notre part.

2.3 Appréciation de la valeur des apports pris individuellement

Les éléments d'actifs apportés et de passif pris en charge sont issus des travaux de détournement des états financiers de la société LNC à partir d'une situation comptable établie au 30 juin 2019 et d'une situation comptable estimée au 31 décembre 2019.

Nous avons revu la cohérence et la correcte application de la répartition effectuée des actifs et passifs de la branche d'activité apportée et nous n'avons pas de commentaire à formuler sur le détournement tel qu'il a été réalisé et sur les résultats de sa mise en œuvre.

Il convient d'observer que la valeur d'apport a été fixée de manière provisoire dans le traité d'apport à un montant de 4 035 000 €. Cette valeur d'apport sera ajustée à la date de réalisation de l'apport fixée par les parties au 1er janvier 2020. Dès lors nous ne nous prononçons pas sur les valeurs individuelles des apports dont les montants définitifs ne seront arrêtés qu'à cette date.

Nous rappelons qu'il est prévu à l'article 8.3 du traité d'apport un mécanisme d'ajustement avec un apport complémentaire en numéraire par la société apporteuse au cas où la Valeur d'Apport Définitive serait inférieure à la valeur d'Apport de Référence.

Si la Valeur d'Apport Définitive est supérieure à la Valeur d'Apport de Référence, l'excédent ainsi constaté viendra s'ajouter à la prime d'apport pour la totalité de son montant.

Il convient également de souligner que la valeur des apports s'avère sensiblement inférieure à la valeur réelle de l'activité apportée estimée à 81 141 k€ par les parties, telle que retenue pour la détermination du nombre d'actions LNCL à émettre, en rémunération des apports.

En synthèse, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause la valeur globale des apports.

2.4 Appréciation de la valeur des apports considérés dans leur ensemble

Afin de déterminer la rémunération de l'apport, le management du groupe a mandaté un expert indépendant ayant pour mission d'estimer la valeur réelle des apports. En l'absence de données prévisionnelles établies par la Société Apporteuse, l'expert a retenu deux approches d'évaluation, présentées en annexe 3 du Traité d'Apport :

- Par les comparables boursiers, sur la base des multiples historiques EV/EBIT de deux échantillons, large (sur la période 2016 à 2018) et restreint (sur 2018), de sociétés du secteur de la promotion immobilière (dont ceux de la Société Apporteuse) qui s'établissent entre x5 et x6, appliqués à l'EBIT moyen 2014-2019 budgété de l'activité apportée s'élevant à 10,4 m€ ; cette approche conduit à une valeur d'entreprise comprise entre 52,1 m€ et 62,6 m€.

- Par la capitalisation d'un flux de trésorerie normatif, en appliquant à l'EBIT précédemment estimé (considéré comme normatif) puis taxé au taux de 34,4 %, un taux de capitalisation compris dans une fourchette de 8,3 % à 9,3 %, sans tenir compte d'un taux de croissance long terme¹ ; cette approche conduit à une valeur d'entreprise comprise entre 73,5 m€ et 82,4 m€.

Il ressort de ces deux approches une valeur réelle d'entreprise moyenne comprise entre 62,8 m€ (moyenne des bornes basses) et 72,5 m€ (moyenne des bornes hautes). Sur la base de la borne haute de la fourchette d'évaluation, la valeur réelle de l'apport a été fixée à 81,1 m€, après prise en compte de la trésorerie transférée (11,1 m€) et des provisions pour risques et charges nettes d'impôt prises en charge (2,4 m€).

Afin de vérifier l'absence de surévaluation des apports considérés dans leur ensemble et ainsi valider la valeur réelle de l'apport, nous avons réalisé notre propre approche multicritère, en retenant les mêmes méthodes que celles appliquées par l'expert, constatant comme lui, l'indisponibilité d'éléments prévisionnels. Cette situation ne permet pas la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, habituellement employée dans le cadre d'une évaluation.

Bien que nous ayons utilisé les mêmes méthodes que l'expert, leur mise en œuvre pratique ainsi que certaines hypothèses diffèrent.

Concernant l'approche par les comparables boursiers, nous rappelons que cette méthode n'est pas parfaitement adaptée à l'évaluation d'une activité consistant en la fourniture de services à des sociétés de promotion immobilière dans la mesure où les sociétés cotées considérées comme les plus comparables sont des sociétés de promotion immobilière de plein exercice, i.e. des sociétés susceptibles de capter l'intégralité de la marge de promotion, ce qui n'est pas le cas de l'Activité Apportée.

Ceci étant précisé, nous avons comme l'expert mandaté, constitué deux échantillons distincts : l'un identique à celui de l'expert et restreint à LNC et Kaufman & Broad, l'autre étendu à d'autres sociétés du secteur mais moins large que celui retenu par l'expert², et retenu les multiples EV/EBITDA et EV/EBIT de 2019 ajustés afin de tenir compte de la taille de l'Activité Apportée comparée à celles des entités de l'échantillon. Les multiples calculés ressortent entre x3,6 et x3,9 pour l'EBITDA et entre x3,7 et x4,1 pour l'EBIT, multiples que nous avons appliqués aux agrégats budgétés pour 2019³ de l'Activité Apportée. Les valeurs d'entreprise qui en résultent s'établissent entre 79,3 m€ et 87,6 m€, soit des valeurs réelles de l'Activité Apportée comprise entre 87,9 m€ et 96,1 m€. Par cette approche, la valeur réelle moyenne de l'Activité Apportée ressort à 91,6 m€.

S'agissant ensuite de la capitalisation d'un flux normatif à l'infini, notre approche a reposé sur un calcul de régression entre le chiffre d'affaires et l'EBIT de l'Activité Apportée sur la période 2014-2019 budgété, afin de tenir compte d'un demi-cycle complet de 5 ans. Nos calculs aboutissent à un EBIT de 8,6 m€, soit après un impôt moyen terme estimé à 25,8 %⁴, un EBIT taxé de 6,4 m€. Par ailleurs, nous avons retenu un taux de capitalisation de 10,7 % et un taux de croissance à l'infini de 1,8 %⁵ conduisant à une valeur d'entreprise comprise entre 65,3 m€ et 81,6 m€, soit une valeur centrale de 72,6 m€.

¹ Afin de tenir compte du haut de cycle conjoncturel atteint en 2018-2019.

² Par exemple, nous n'avons pas retenu la société Nexity, dont la taille est importante, ou Capelli ou AST Groupe dont la taille est trop faible.

³ Alors que l'expert applique ses multiples à un EBIT moyen 2014-2019B.

⁴ Taux cible prévu par la loi de finances pour 2019.

⁵ Prévision d'inflation moyen terme du FMI pour la France, soit un taux de capitalisation « net » de 8,86 %, proche de celui retenu par l'expert, fixé à 8,30 %.

Après prise en compte de la trésorerie apportée et des provisions prises en charge, la valeur réelle de l'Activité Apportée ressort à 81,1 m€.

La moyenne de nos deux approches aboutit à une valeur centrale de l'Activité Apportée de 86,4 m€, légèrement supérieure à celle de l'expert de 81,1 m€.

2.5 Synthèse - Points clés

L'absence de données prévisionnelles n'a pas permis de mettre en œuvre la méthode usuelle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Par ailleurs la nature de l'Activité Apportée (fourniture de services à des sociétés de promotion immobilière) relativise le caractère pertinent de la méthode des comparables boursiers, basée sur des sociétés de promotion immobilière.

Toutefois, sous réserve du maintien des conditions actuelles de facturation des prestations de l'Activité Apportée aux sociétés du groupe LNC, tant l'expert que nous-mêmes, aboutissons à des valeurs réelles cohérentes entre elles, entre 81,1 m€ et 86,4 m€, et largement supérieures à la valeur nette comptable de l'apport fixée à 4 m€.

En outre, et afin de tenir compte à la fois de la situation de haut de cycle actuelle et de l'imperfection des méthodes utilisées, nous relevons que ces valeurs réelles ont été estimées, de part et d'autre, en retenant des hypothèses prudentes, telles que l'utilisation de moyennes couvrant une longue période pour la détermination de l'EBIT normatif ou l'application de décotes liées à la taille de l'Activité Apportée.

3. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 4 035 000 € n'est pas surévaluée et, en conséquence qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire des apports majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 15 octobre 2019

Les commissaires à la scission

Pierre BEAL
BM&A
Commissaire aux Comptes
Compagnie Régionale de Paris

Dominique MAHIAS
Commissaire aux comptes
Compagnie Régionale de Versailles