

ANTIN

INFRASTRUCTURE PARTNERS

Antin Infrastructure Partners S.A.

Corporation (*société anonyme*) with a share capital of €40,000

Registered Office:

374, rue Saint-Honoré

75001 Paris, France

900 682 667 Paris Trade and Companies Register

SUPPLEMENT TO THE REGISTRATION DOCUMENT



This supplement to the registration document was approved on 14 September 2021 by the AMF, in its capacity as competent authority under Regulation (EU) 2017/1129.

The AMF has approved this supplement to the registration document after having verified that the information it contains is complete, coherent and comprehensible in accordance with Regulation (EU) 2017/1129.

This approval should not be construed as a favourable opinion of the AMF on the company nor on the securities that are the subject of this supplement to the registration document. Investors are invited to proceed to their own assessment regarding the opportunity to invest in the relevant securities.

This supplement to the registration document has been given the following approval number: I.21-049.

This supplement (the “**Supplement**”) updates and should be read in conjunction with the registration document approved by the *Autorité des marchés financiers* (the “**AMF**”) on 2 September 2021 under number I.21-043 (the “**Registration Document**”).

Copies of this Supplement and of the Registration Document are available free of charge at the Company's registered office at 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, as well as on the dedicated website of the Company (<https://www.antin-ip.com/>) as well as on the AMF website (<https://www.amf-france.org/fr>).

NOTE

The numbering of the chapters and paragraphs in this Supplement follows the numbering of the chapters and paragraphs of the Registration Document, which are updated in this Supplement.

In this Supplement, unless otherwise stated:

- the term “**Company**” means Antin Infrastructure Partners S.A., a limited company (*société anonyme*) incorporated under the laws of France, having its registered office at 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, registered with the Paris Register of Commerce and Companies (*Registre du commerce et des sociétés*) under number 900 682 667 RCS Paris, which will benefit from the Contributions in the context of the Reorganisation;
- “**AIP SAS**” means Antin Infrastructure Partners SAS, a French simplified limited company (*société par actions simplifiée*), incorporated under the laws of France, with a variable share capital, having its registered office at 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, registered with the Paris Register of Commerce and Companies (*Registre du commerce et des sociétés*) under number 789 002 300 RCS Paris. AIP SAS is authorised and regulated by the AMF under number GP-15000003;
- “**AIP UK**” means Antin Infrastructure Partners UK Limited, a private company limited by shares incorporated under the laws of England and Wales, with a share capital of £1,008.40, having its registered office at 14 St. George Street, W1S 1FE London, United Kingdom, registered under company number 8492573. AIP UK is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (the “**FCA**”) under number FRN 649872 (together with AIP SAS, the “**Fund Managers**”);
- “**AIP US**” means Antin Infrastructure Partners US Services LLC, a Delaware limited liability company, incorporated under the laws of Delaware, United States, with a capital contribution of \$240,000 having its registered office at 1114 Avenue of the Americas 29th Floor, New York 10036, registered with the United States Securities and Exchange Commission (the “**SEC**”) (together with AIP UK and AIP SAS, the “**Principal Subsidiaries**”); and
- the expressions “**Antin**”, “**Group**”, “**Antin Group**” and “**AIP Group**” refer to the group of companies to be formed by the Company and all of its subsidiaries upon admission to trading of the Company’s shares on the regulated market of Euronext Paris (“**Euronext Paris**”).

Investors are invited to carefully consider the risk factors described in Chapter 3 “Risk factors” of the Registration Document. The occurrence of all or some of these risks could have an adverse impact on the Group's business, financial position, or results. In addition, other risks, either not yet identified or considered immaterial by the Group, could have the same negative effect.

TABLE OF CONTENTS

1.	PERSONS RESPONSIBLE, THIRD-PARTY INFORMATION, EXPERTS' REPORTS AND COMPETENT AUTHORITY APPROVAL	4
1.1	Identity of the person responsible	4
1.2	Declaration of the person responsible	4
1.3	Experts' reports.....	4
1.5	Competent authority approval.....	4
6.	ORGANISATIONAL STRUCTURE.....	5
12.	ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT AND SUPERVISORY BODIES.....	10
16.	MAJOR SHAREHOLDERS.....	11
18.	FINANCIAL INFORMATION CONCERNING THE ANTIN GROUP'S ASSETS AND LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND PROFITS AND LOSSES	12
19.	ADDITIONAL INFORMATION	13
20.	MATERIAL CONTRACTS	15
21.	DOCUMENTS AVAILABLE.....	16
	ANNEX 1 - CONTRIBUTION APPRAISER'S REPORTS.....	17
	ANNEX 2 - CROSS REFERENCE TABLE.....	18

1. PERSONS RESPONSIBLE, THIRD-PARTY INFORMATION, EXPERTS' REPORTS AND COMPETENT AUTHORITY APPROVAL

1.1 Identity of the person responsible

Alain Rauscher, Chairman of the Board of Directors and Chief Executive Officer of Antin Infrastructure Partners S.A. is responsible for the information contained in this Supplement.

1.2 Declaration of the person responsible

"I hereby certify that the information contained in this Supplement is, to the best of my knowledge, in accordance with the facts and makes no omission likely to affect its import".

14 September 2021

Alain Rauscher, Chairman of the Board of Directors and Chief Executive Officer of Antin Infrastructure Partners S.A.

Section 1.3 "Experts' reports" of the Registration Document is amended and completed as follows:

1.3 Experts' reports

The reports on the assessment of the value of the Contributions in the context of the Reorganisation in connection with the initial public offering ("IPO") (see Section 6.1.2 "*Description of the Reorganisation*" of the Registration Document) have been drawn up on 14 September 2021 by Eric le Fichoux, 140, boulevard Haussmann, 75008 Paris, contribution appraiser (*commissaire aux apports*) and is attached in Annex 1.

The report on the verification of assets and liabilities of the Company was drawn up on 6 September 2021 by Eric le Fichoux, 140, boulevard Haussmann, 75008 Paris, statutory auditor appointed pursuant to Article L.225-131 of the French Commercial Code (*commissaire à la vérification de l'actif et du passif*).

Section 1.5 "Competent authority approval" of the Registration Document is amended and completed as follows:

1.5 Competent authority approval

This Supplement has been approved by the AMF, as competent authority under Regulation (EU) 2017/1129.

The AMF approves this Supplement on the basis of completeness, comprehensibility and consistency as required by Regulation (EU) 2017/1129. Such approval should not be considered as an endorsement of the Company.

6. ORGANISATIONAL STRUCTURE

Section 6.1.2 " Description of the Reorganisation " of the Registration Document is amended and completed as follows:

The reports on the assessment of the value of the Contributions in the context of the Reorganisation in connection with the IPO have been drawn up on 14 September 2021 by Eric le Fichoux, 140, boulevard Haussmann, 75008 Paris, contribution appraiser (*commissaire aux apports*) and is attached in Annex 1.

In accordance with the Contribution agreements, the contributions made on a net book value basis, as provided below, have been established assuming a completion date for the contributions as at 23 September 2021.

As regards to the contributions made on the basis of the IPO price, they will be determined by reference to the IPO price. As the IPO offer price will only be available at the end of the offering period, this valuation, as provided below, is set provisionally on the basis of the low end of the indicative offering price range for the Company's IPO.

As of the date of this Supplement, the valuations of the Contributions are estimated to be as follows:

Contributors	Number of contributed shares					% of ownership	Value of the contribution (in euros)	Number of shares to be issued as consideration for the contributed shares
AIP UK								
LB Capital ^{(1) (2)}	3,724.00					37.23	122,155.56	22,662,079
Mark Crosbie ⁽³⁾⁽⁴⁾	2,276.00					22.76	277,008,027.07	13,850,399
MBY Invest ⁽²⁾	750.00					7.50	84,804.92	4,564,060
Batigram Invest ⁽²⁾	750.00					7.50	84,115.47	4,564,060
Alvahs Invest ⁽²⁾	650.00					6.50	92,101.18	3,955,518
Other shareholders holding less than 5% ⁽⁴⁾	1,850.00					18.50	225,160,303.20	11,258,012
TOTAL	10,000					100	502,551,507.40	60,854,128
AIP SAS								
	Class A shares	Class B shares	Class B' shares	Class C shares	Class D shares			
LB Capital ⁽¹⁾⁽²⁾	3,724,000	-	-	-	-	37.23	1,987,964.74	35,987,195
Mark Crosbie ⁽³⁾⁽⁴⁾	2,276,000	-	-	-	-	22.76	439,886,452.93	21,994,320
MBY Invest ⁽²⁾	-	-	-	750,000	-	7.50	75,000.00	7,247,689
Batigram Invest ⁽²⁾	-	-	-	750,000	-	7.50	75,000.00	7,247,689
Alvahs Invest ⁽²⁾	-	-	-	650,000	-	6.50	90,652.12	6,281,331
Other shareholders holding less than 5% ⁽⁴⁾	-	-	37,500	1,812,500	37,500	18.50	357,552,696.80	17,877,630
TOTAL	6,000,000	0	37,500	3,962,500	37,500	100	799,667,766.59	96,635,854

- (1) Of which 1 share is held personally by Alain Rauscher and will be valued on the basis of the low end of the indicative offering price range for the Company's IPO.*
- (2) Determination at the book value of the Contributed Shares contributed by the legal person Contributor (in accordance with Article 743-1 of the French General Accounting Plan)*
- (3) Of which 350 shares of AIP UK and 350,000 shares of AIP SAS are held through family trusts whose beneficiaries are members of Mark Crosbie's family.*
- (4) Determination on the basis of the low end of the indicative offering price range for the Company's IPO.*

The table presenting the indicative calendar in Section 6.1.2 " Description of the Reorganisation " of the Registration Document is amended as follows:

Date	Authorisations
23 June 2021	Appointment by unanimous decision of the shareholders of the Company of the appraiser in connection with the Contributions and of the appraiser for the verification of the assets and liabilities of the Company.
15 July 2021	Board of Directors convening an extraordinary shareholders' meeting of the Company in order to authorize the Board of Directors to reduce the Company's share capital by way of a reduction in the nominal value of the Company's shares (from €4 to €0.01).
30 July 2021	Shareholders' meeting authorising the Board of Directors to proceed with a reduction of the Company's share capital by way of a reduction in the nominal value of the Company's shares (from €4 to €0.01).
25 August 2021	<p>Board of Directors convening a combined shareholders' meeting of the Company (the "IPO EGM") in order notably to:</p> <ul style="list-style-type: none"> - appoint the independent members of the Board of Directors, subject to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris, - set the maximum total amount of directors' compensation and approve the compensation policies of the Chairman and CEO, Deputy CEO and directors, subject to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris, - approve amendments to the Company's bylaws, subject to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris, - approve financial delegations and authorizations to the Board of Directors, subject for those which will not be used to implement the IPO or related transactions, to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris.
7 September 2021	Board of Directors convening an extraordinary shareholders' meeting of the Company (the " Contributions' EGM ") in order to approve the Contributions, related share capital increases and amendment to the Company's bylaws ¹ .
14 September 2021	Execution of the Contribution agreements.
14 September 2021	IPO EGM.
14 September 2021	Board of Directors deciding the launch of the IPO and of the Employee Offering and setting the IPO price range and the Employee Offering price

¹ To be effective immediately after implementation of the share capital reduction as authorized by the Shareholders' meeting on 30 July 2021

range.

Delivery by the Contributions appraiser of its report.

23 September 2021 Board of Directors meeting notably setting the final IPO price and the final
(Pricing Date) Employee Offering price and proceeding with the implementation of the post-IPO governance (Board internal regulations and setting-up of Board committees).

Contributions' EGM.

Boards of Directors meeting (i) deciding to reduce the share capital by way of a reduction in the nominal value of the Company's shares (from €4 to €0.01), (ii) acknowledging the completion of the Contributions and (iii) approving the terms of the free share allocation plan and proceeding with the first grant of free shares (to be effective immediately after settlement-delivery of the IPO).

24 September 2021 Opening of the trading of the Company's shares on Euronext Paris in the
(Admission to trading) form of when issued shares (*promesses d'actions*).

27 September 2021 Settlement and delivery of the IPO shares.
(IPO Settlement Date)

12. ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT AND SUPERVISORY BODIES

The following section is inserted:

12.1.9 The Group Chief Financial Officer

Effective as from 1 October 2021, Patrice Schuetz will join the Antin Group as Group Chief Financial Officer & Partner. Under the supervision of Mélanie Biessy and the Executive Committee, Patrice Schuetz will take responsibility over the whole Antin Group's Finance Department, working closely with the current Chief Financial Officer, Sophie Le Saout, who will continue to oversee the finance function for the funds activities.

In section 12.2 "Conflict of Interest" of the Registration Document, the following paragraph is amended as follows:

Mr. Russell Chambers received a compensation of £125,000 under this Advisory Agreement and a discretionary success fee of £200,000 may be granted in the event of a successful IPO. Such amounts represent a non-significant part of the costs and fees incurred in connection with the present IPO. Furthermore, Mr. Russell Chambers holds numerous offices and positions outside the Antin Group and the compensation in relation to his work for Antin does not constitute the most significant part of his income.

16. MAJOR SHAREHOLDERS

Section 16.1 "Allocation of share capital" of the Registration Document is amended and completed as follows:

The table below provides a breakdown of the Company's share capital on the IPO Settlement Date, following completion of the Reorganisation but not taking into account the IPO, based on the low end of the indicative IPO price range:

Shareholders	Number of shares	% of the share capital	Number of theoretical voting rights	% of theoretical voting rights	Number of exercisable voting rights	% of the share capital and voting rights (non diluted basis)
Officers and directors						
Alain Rauscher, Managing Partner ²	58,652,998	37.24%	58,652,998	37.24%	58,652,998	37.24%
Mark Crosbie, Managing Partner ³	35,846,995	22.76%	35,846,995	22.76%	35,846,995	22.76%
Mélanie Biessy, Senior Partner ⁴	11,812,499	7.50%	11,812,499	7.50%	11,812,499	7.50%
Shareholders holding more than 5% of the share capital						
Stéphane Ifker, Senior Partner ⁵	11,812,499	7.50%	11,812,499	7.50%	11,812,499	7.50%
Angelika Schoechlin, Senior Partner ⁶	10,237,499	6.50%	10,237,499	6.50%	10,237,499	6.50%
Other shareholders						
Other shareholders ⁷	29,137,492	18.50%	29,137,492	18.50%	29,137,492	18.50%
TOTAL	157,499,982	100.00%	157,499,982	100.00%	157,499,982	100.00%

² Of which 58,646,903 shares are held through his holding company, LB Capital.

³ Of which 5,512,496 shares are held through family trusts.

⁴ Of which 11,812,499 shares are held through her holding company, MBY Invest.

⁵ Of which 11,812,499 shares are held through his holding company, Batigram Invest.

⁶ Of which 10,237,499 shares are held through her holding company, Alvahs Invest.

⁷ This category is exclusively composed of employees of the Antin Group.

18. FINANCIAL INFORMATION CONCERNING THE ANTIN GROUP'S ASSETS AND LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND PROFITS AND LOSSES

In Section 18.1 "Combined historical financial information", the following corrections are made:

- on pages 1 to 5 of the Combined Financial Statements and Notes, the references to the notes stating "Notes 1 to 16 are an integral part of the condensed interim combined financial statements" should be read "Notes 1 to 16 are an integral part of the combined financial statements";
- on page 4 of the Combined Financial Statements and Notes, the title of the table "Combined statement of financial position" should be read "Combined statement of changes in equity"; and
- on page 5 of the Combined Financial Statements and Notes the title of the table "Combined statement of financial position" should be read "Combined statement of cash flow".

Section 18.4 "Dividend Policy" of the Registration Document is amended and completed as follows:

The Company made no dividend payments for the years ended 31 December 2018, 2019 and 2020 as it was registered on 18 June 2021. However, for illustrative purposes, the table below shows the amount of dividends and the net dividend per share distributed by AIP SAS and AIP UK over the last three years and as of the date of this Supplement:

Amount of dividends distributed by AIP SAS and AIP UK				
(in euros thousands)	As of 31 December 2018	As of 31 December 2019	As of 31 December 2020	As of the date of this Supplement
AIP SAS	15,230	30,350	52,600	32,050
AIP UK	12,690	10,250	34,100	22,530
TOTAL	27,920	40,600	86,700	54,580

Net dividend per share distributed by AIP SAS and AIP UK				
(in euros)	As of 31 December 2018	As of 31 December 2019	As of 31 December 2020	As of the date of this Supplement
AIP SAS	1.52	3.04	5.26	3.21
AIP UK	1,269	1,025	3,410	2,252.97

Subject to the approval of the shareholders of the Company at the annual shareholders' meeting, the Antin Group's objective is to distribute a substantial majority of the remaining distributable profits, if any, in dividends to its shareholders in 2022 in respect of the year ending 31 December 2021. The Antin Group intends to continue to do so each year thereafter, subject to the approval of the shareholders of the Company at the applicable annual shareholders' meetings, assuming all objectives described above have been achieved, with the absolute quantum of dividends expected to increase over time.

19. ADDITIONAL INFORMATION

Section 19.1.1 "Amount of issued capital" of the Registration Document is amended and completed as follows:

The general shareholders' meeting held on 14 September 2021 approved all of the delegations of financial authorisations described in this section, subject to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris, except for the delegated financial authorisation that will be used in the context of the IPO.

Further, the general shareholders' meeting held on 14 September 2021 approved an additional delegation of financial authorisation relating to the share capital increase reserved to categories of persons.

Thus, the table included in Section 19.1.1 is modified and completed as follows:

Type of delegated authority	Maximum duration	Maximum nominal amount
Delegation of authority to the Board of Directors to resolve to increase the share capital by issuing shares and/or equity securities giving access to other equity securities and/or conferring the right to the allocation of debt securities and/or transferable securities giving access to equity securities to be issued, with waiver of preferential subscription rights by way of a public offering (other than those referred to in in paragraph 1 of Article L. 411-2 of the French Monetary and Financial Code)	26 months	€315,000 ⁽¹⁾ €750 million for debt securities ⁽²⁾
Delegation of authority to the Board of Directors to resolve to increase the share capital by issuing shares, with waiver of preferential subscription rights by way of a reserved offering to specific categories of beneficiaries ⁽⁵⁾	18 months	€3,670,200 ⁽⁴⁾

(1) The aggregate maximum nominal amount of capital increases that may be made pursuant to this delegation of authority shall count towards the overall limit of 50% of the capital for immediate and/or future capital increases.

(2) The aggregate maximum nominal amount of debt securities that may be issued pursuant to this delegation of authority shall count towards the overall limit of €750 million applicable to the issuance of debt securities.

(4) Nominal amount and share premium included.

(5) The categories include the following : (i) all employees of Antin Infrastructure Services Luxembourg II (AISL 2), private limited liability company (société à responsabilité limitée), incorporated under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg, which registered office is located at 17 Boulevard F.W. Raiffeisen, L-2411 Luxembourg and it is registered under number B185727 with Luxembourg Trade and Companies Registrar and (ii) others employees of the Group whose participation in the Employee Offering could be subject to specific eligibility conditions in accordance with local applicable regulations.

Section 19.1.4 "Share equivalent" of the Registration Document is amended and completed as follows:

The extraordinary general meeting of shareholders held on 14 September 2021 has authorised the granting of free shares up to a maximum amount of 5% of the share capital as of the pricing of the IPO, subject to the admission to trading of the Company's shares on Euronext Paris.

An envelop of approximately 4.2% of the share capital (as of the pricing of the IPO) will be attributed by the Board of Directors to nine senior members of the Antin team (other than Alain Rauscher, Mark Crosbie and Mélanie Biessy) effective immediately after the settlement-delivery of the IPO.

The free shares will be subject to (i) a two-year acquisition period from the date of grant and (ii) a lock-up period of three years after their actual acquisition date. However, such lock-up period shall expire with respect to 25% of the free shares after one (1) year as from the acquisition date and an additional 25% after two (2) years from the acquisition date. The free shares will not be subject to performance conditions but to an effective presence within the Antin Group.

As of the date of this Supplement, the Company has not granted any stock options.

The extraordinary general meeting of shareholders dated 14 September 2021 has also authorised the implementation of an employee share purchase plan which will consist in an offer of Company's shares reserved to the employees of Antin Group and of AISL 2, members of an employee savings plan (*plan d'épargne d'entreprise*) (the "**Employee Offering**") (see Section 19.1.1 "*Amount of issued capital*").

The transaction aims to involve Antin Group employees and the employees of AISL 2 more closely, both in France and abroad, in the Antin Group's development and performance.

The implementation of the Employee Offering plan will be carried out through a reserved capital increase, in accordance with articles L. 3332-18 and *seq.* of the French Labor Code, to the benefit of employees of Antin Group, members of an employee savings plan (*plan d'épargne d'entreprise*) and through a reserved capital increase to a defined category of beneficiaries, in accordance with article L. 225-138 of the French commercial code, for (i) the employees of AISL 2 and (ii) employees of the Group whose participation in the Employee Offering could be subject to specific eligibility conditions in accordance with local applicable regulations.

In accordance with articles L. 3332-18 and *seq.* of the French Labor Code:

- all employees of the Antin Group companies and of AISL 2, members of an employee savings plan, will be eligible to the employee share purchase plan, subject to a three months seniority condition (subject to specific eligibility conditions pursuant to local regulations) ;
- the subscription price of the Company's share within the framework of the employee share purchase plan will be equal to the IPO price, less a 30% discount; and
- the shares subscribed by the participating employees will be locked-up for five years, subject to authorised early exit events provided by French law and local regulations.

20. MATERIAL CONTRACTS

Section 20.2.3 "Lease Agreements for AIP US" of the Registration Document is amended and completed as follows:

Lease between AIP US and 1114 6th Avenue Owner LLC

On 7 September 2021, AIP US as tenant and 1114 6th Avenue Owner LLC as landlord entered into a lease agreement relating to the entire 20th Floor located at 1114, Avenue of the Americas, New York 10036, United States, for a period of ten years, with an annual base rent of \$3,456,108 (excluding charges) for the first five years and \$3,712,116 (excluding charges) for the following five years.

21. DOCUMENTS AVAILABLE

Section 21 "Documents available" of the Registration Document is amended and completed as follows:

Copies of this Supplement are available free of charge at the registered office of the Company, 374 rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France.

The Supplement is also available on the Company's website (<https://www.antin-ip.com/>) and on the AMF's website (www.amf-france.org).

All legal documents (including the bylaws of the Company and the corporate documentation) and financial documents relating to the Company and made available to shareholders in accordance with applicable regulations may be viewed at the Company's registered office.

Once the shares of the Company are admitted to trading on Euronext Paris, regulated information pursuant to the AMF General Regulations will be available on the Company's website (<https://www.antin-ip.com/>).

ANNEX 1 - CONTRIBUTION APPRAISER'S REPORTS

Eric LE FICHOUX

Expert-comptable

Commissaire aux comptes

Expert près la Cour d'appel de Paris
et les Cours administratives d'appel
de Paris et de Versailles

140, boulevard Haussmann

75008 Paris

Tél. +33 (0)1 44 90 95 18

Fax +33 (0)1 79 72 81 45

Mob +33 (0)6 28 56 09 32

eric.lefichoux@advisorem.com

ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA

Société anonyme au capital de 40.000 €

374, rue Saint-Honoré

75001 PARIS

900 682 667 RCS PARIS

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

sur la valeur des apports devant être effectués

par les associés d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS UK LIMITED

à ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA

*Désigné par décision unanime
des actionnaires du 23 juin 2021*

Aux actionnaires,

En exécution de la mission de commissaire aux apports qui m'a été confiée par décision unanime des actionnaires d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA en date du 23 juin 2021, dans le cadre de l'apport de 100% des actions composant le capital d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS UK LIMITED (ci-après désignée « AIP UK ») effectué par ses associés à ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA (ci-après « AIP SA »), j'ai établi le présent rapport prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

La valeur des apports a été arrêtée dans le contrat d'apport signé par les apporteurs, d'une part, et le représentant d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA, d'autre part, en date du 14 septembre 2021. Il m'appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. À cet effet, j'ai effectué mes 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 la société bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

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

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports
3. Synthèse – points clés
4. Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1. Contexte de l'opération

Les actionnaires d'AIP SA détiennent ensemble et dans les mêmes proportions l'intégralité du capital et des droits de vote, qui y sont attachés, de :

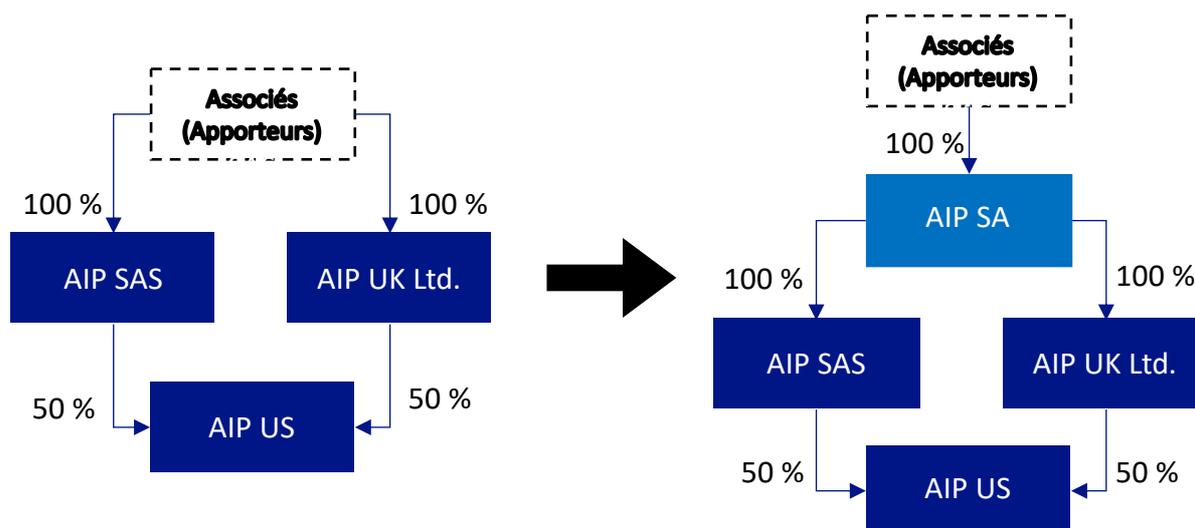
- ✓ la société AIP UK ;
- ✓ et la société ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SAS (« AIP SAS »), une société par actions simplifiée à capital variable, dont le siège social est sis 374, rue Saint-Honoré à Paris (75001).

AIP UK et AIP SAS sont des sociétés de gestion de fonds d'investissement prenant des participations principalement dans des sociétés d'infrastructures. Elles détiennent conjointement 50% d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS US SERVICES LLC (« AIP US »).

Les actionnaires d'AIP SA envisagent de procéder à l'introduction en bourse de la société sur le marché réglementé Euronext Paris.

Tel que décrit dans la note d'opération y afférente, elle sera réalisée dans le cadre d'une offre globale comprenant une offre au public en France sous la forme d'une offre à prix ouvert et un placement global principalement destiné aux investisseurs institutionnels. Dans le cadre de cette opération, sont envisagées l'émission d'actions nouvelles pour un montant de l'ordre de 350 M€ et la cession d'une quote-part de leurs actions par deux des apporteurs.

Une réorganisation juridique préalable doit être mise en œuvre afin qu'AIP SA détienne 100% d'AIP UK et 100% d'AIP SAS :



Les actionnaires d'AIP UK et d'AIP SAS doivent par conséquent faire apport des actions leur appartenant à AIP SA.

Le périmètre composé d'AIP SA, AIP SAS et AIP UK est désigné dans les développements qui suivent « groupe ANTIN ».

Le présent rapport concerne l'apport des actions AIP UK à AIP SA. Je rends compte dans un rapport distinct à même date de ma mission relative à l'apport des actions AIP SAS à AIP SA, étant précisé que les deux apports sont économiquement indissociables.

1.2. Présentation des intérêts en présence

1.2.1. Apporteurs :

Les apporteurs sont :

- **LB Capital**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 7, place Vendôme, 362-366, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 798 025 987 RCS Paris,
- **MBY Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 14, place Dauphine 75001 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 795 309 616 RCS Paris,
- **Batigram Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 114, avenue de Wagram, 75017 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 794 945 923 RCS Paris,
- **Alvahs Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 11, rue de la Cerisaie, 75004 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 795 130 848 RCS Paris,

ci-après « les apporteurs personnes morales »

- **Alain Rauscher**, de nationalité française, né le 17 février 1959 à Paris,
 - **Mark Crosbie**, de nationalité anglaise, né le 11 novembre 1959 à Liverpool, Royaume-Uni,
 - **Mark Crosbie, Sarah Crosbie et Nicholas Harries (ensemble les "Trustees Famille MC")** en leur qualité de trustees de THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 1, THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 2, THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 3 and THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 4 (ensemble les "Trusts Famille MC"), chacun établi aux termes de *deeds of settlement* en date du 1^{er} septembre 2021,
 - **Mauricio Bolana**, de nationalité espagnole, né le 15 janvier 1979 à Montevideo, Uruguay,
 - **Sébastien Lecaudey**, de nationalité française, né le 5 avril 1974 à Caen,
 - **Alban Lestiboudois**, de nationalité française, né le 11 décembre 1978 à Caen,
 - **Simon Söder**, de nationalité suédoise, né le 13 septembre 1978 à Vastervik, Suède,
 - **Nicolas Mallet**, de nationalité française, né le 13 juillet 1980 à Paris,
 - **Kevin Genieser**, de nationalité américaine, né le 26 avril 1969 à New-York, Etats-Unis,
 - **Guillaume Friedel**, de nationalité française, né le 8 mai 1982 à Paris,
 - **Mehdi Azizi**, de nationalité française, né le 30 octobre 1978 à Rabat, Maroc, et
 - **Ashkan Karimi**, de nationalité française, né le 23 septembre 1978 à Rezaieh, Iran,
- ci-après, les « apporteurs personnes physiques ».

1.2.2. Société bénéficiaire des apports : AIP SA

AIP SA, société bénéficiaire des apports, est une société anonyme au capital de 40.000 €, divisé en 10.000 actions d'une valeur nominale de 4 € chacune, toutes de même catégorie. Son siège social est sis 374, rue Saint-Honoré à Paris (75001).

Préalablement à la réalisation de l'apport, son capital doit être réduit de 39.900 € par diminution de la valeur nominale de ses actions de 4,0 € à 0,01 € et affectation de ce montant à un compte de primes.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 900 682 667 RCS Paris.

AIP SA a pour objet en France et dans tous les pays :

- l'achat, la souscription, la détention, la gestion, la cession ou l'apport d'actions ou autres valeurs mobilières dans toutes sociétés et entreprises françaises et étrangères ;
- la souscription, l'acquisition, la détention, la gestion, la cession ou l'apport de parts, actions, droits ou participations dans tout organisme de placement collectif ou autre entité d'investissement français et étranger ;
- toutes prestations de services et de conseil en matière de ressources humaines, informatique, management, communication, financière, juridique, marketing, et achat envers ses filiales et participations ;
- la détention, la gestion et la disposition de marques, de brevets et de droits de propriété intellectuelle de la Société ainsi que ceux de ses filiales et participations ;
- l'octroi de toutes cautions ou garanties au profit de toute société de son groupe ou dans le cadre de l'activité normale de toutes sociétés de son groupe ;
- et généralement, toutes opérations, qu'elles soient financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières ou mobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ci-dessus et à tous objets similaires ou connexes, ainsi que de nature à favoriser directement ou indirectement le but poursuivi par la société, son extension, son développement et son patrimoine social.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés : AIP UK

AIP UK, société dont les actions sont apportées, est une société de droit anglais, dont le capital est réparti en 10.000 actions ordinaires de différentes classes, qui seront converties en une seule classe préalablement à l'apport, d'une valeur nominale de 0,10 £ chacune.

Son siège social est sis 14 St George Street à Londres (W1S 1FE) au Royaume-Uni. Elle est enregistrée au Royaume-Uni sous le numéro 08492573.

AIP UK a pour objet, tant en Angleterre qu'à l'étranger :

- la gestion d'un ou plusieurs fonds d'investissement alternatifs et la fourniture de services d'investissement tels que la gestion de portefeuille pour le compte de tiers et le conseil en investissement ;
- ainsi que la fourniture de services connexes ou complémentaires aux services d'investissements tels que (i) la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie et de questions connexes ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises, (ii) la recherche en investissements et l'analyse financière ou tout autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers, et (iii) la recherche de financements ou de partenaires commerciaux ou financiers ;

- de prendre des participations financières de toute nature, y compris sous forme de prêt, dans des entreprises qui lui sont liées soit par des liens capitalistiques, directes ou indirectes, soit par des liens contractuels ;
- l'assistance et le conseil dans les domaines notamment commercial, marketing, administratif, juridique, réglementaire et financier, mais aussi dans les domaines de la gestion, de la stratégie, du développement et de la négociation aux entreprises dans lesquelles elle détient une participation financière de toute nature (y compris sous forme de prêt), ou aux entreprises qui lui sont liées soit par des liens capitalistiques, directes ou indirectes, soit par des liens contractuels,
- et de réaliser toutes opérations dans le cadre de sa gestion financière, notamment l'obtention de tout emprunt ou l'acquisition de toutes valeurs mobilières de placement ;

dans les cas cités ci-avant, dans les limites de l'agrément délivré par la Financial Conduct Authority (la « FCA »),

et, plus généralement, toutes opérations, de quelque nature qu'elles soient, se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à des activités similaires, connexes ou complémentaires, ou susceptibles d'en favoriser la réalisation, ou encore qui seraient de nature à faciliter, favoriser ou développer son commerce et son industrie.

1.2.4. Liens entre les intérêts en présence

Monsieur Alain RAUSCHER est le Président-Directeur Général d'AIP SA et il est mandataire social (*Director*) d'AIP UK.

Les apporteurs sont actionnaires d'AIP SA et se répartissent le capital des deux entités dans les mêmes proportions.

1.3. Description de l'opération

Sur la base des termes du contrat d'apport signé le 14 septembre 2021, il ressort les éléments suivants :

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport

Les apporteurs et la société bénéficiaire soumettent les apports au régime juridique de droit commun des apports en nature prévu aux articles L. 225-147 et suivants du Code de commerce, les apports étant consentis à titre pur et simple.

Les apporteurs garantissent qu'ils ont la pleine capacité pour signer le contrat d'apport, que les actions apportées sont libres de tous engagements, droits de tiers ou sûretés et ne seront grevées d'aucune inscription quelconque et, en particulier, d'aucune inscription de nantissement, qu'elles seront détenues en pleine propriété et seront entièrement libérées et non amorties et, plus généralement, qu'il n'existera aucun obstacle pouvant s'opposer à leur libre transmission à AIP SA.

AIP SA aura à compter de la date de réalisation définitive de l'opération, qui correspondra à la date de levée des conditions suspensives, la pleine et entière propriété et jouissance des actions apportées, ainsi que l'ensemble des droits et obligations y attachés.

A compter de la réalisation de l'apport, les apporteurs auront la propriété et la jouissance des actions nouvelles d'AIP SA, émises en rémunération de l'apport, qui seront soumises, à l'ensemble des dispositions des statuts d'AIP SA qui leur sont applicables. Ces actions seront négociables dès la date de réalisation de l'apport, sous réserve des dispositions statutaires.

En matière d'impôt sur les sociétés, AIP SA et les apporteurs personnes morales entendent placer les apports effectués sous le régime de faveur des fusions et opérations assimilées prévu à l'article 210 A du CGI.

Conformément aux dispositions de l'article 810-I du Code Général des Impôts, les apports devront être enregistrés auprès du service des impôts et ne seront soumis à aucun droit d'enregistrement en France.

1.3.2. Condition suspensive

La réalisation de l'apport et de sa rémunération n'interviendra qu'après la réalisation de l'approbation par les actionnaires d'AIP SA du contrat, de l'évaluation des apports et de l'augmentation de capital devant intervenir en rémunération de ceux-ci.

A défaut de réalisation de la condition suspensive susvisée au plus tard 31 décembre 2021 à 23h59, le contrat d'apport sera, sauf prorogation de ce délai par accord écrit des parties, considéré comme caduc, sans formalité ni indemnité de part et d'autre.

1.4. Présentation des apports

1.4.1. Méthode d'évaluation retenue

Les apports sont effectués :

- ✓ par les personnes morales sur la base de leurs valeurs nettes comptables respectives dans les livres de ces sociétés ;
- ✓ par les personnes physiques, à leur valeur réelle, par référence au prix d'introduction en bourse des actions d'AIP SA, obtenu au travers de la technique de construction du livre d'ordres (confrontation des ordres d'achats et du nombre de titres disponibles) et du nombre de transactions qui sera constaté à ce prix.

A ce jour, seule la fourchette indicative de prix est connue, valorisant le groupe ANTIN entre 3.150.000.000 € et 3.780.000.000 € correspondant à la valeur économique des apports des actions AIP UK et AIP SAS, après déduction de la valeur des 10.000 actions émises par AIP SA à sa constitution.

Cette valeur économique sera répartie, tel qu'indiqué dans le contrat d'apport, sur la base de la moyenne des résultats nets prévisionnels respectifs d'AIP UK et d'AIP SAS sur la période 2021 à 2026, tenant compte de l'allocation des profits résultant de la politique de prix de transfert du groupe, soit à hauteur de 38,64% sur AIP UK et 61,36% sur AIP SAS.

Pour les besoins de l'établissement du contrat d'apport et l'émission du présent rapport, la valeur estimée des apports effectués par les personnes physiques a été déterminée par référence à la borne inférieure de la fourchette indicative de prix.

1.4.2. Description des apports

L'apport est constitué de la totalité des actions de la société AIP UK, représentatives de 100 % du capital de cette société, soit 10.000 actions ordinaires.

Sur la base de la borne inférieure de la fourchette indicative de prix d'introduction, les apports se présentent et sont valorisés comme suit :

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA VALEUR DES APPORTS
EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 225-147 DU CODE DE COMMERCE

Associés	Nombre d'actions	en % du Total	Valeur d'apport
LB Capital	3 723	37,23%	447,29
MBY Invest	750	7,50%	84 804,92
Batigram Invest	750	7,50%	84 115,47
Alvahs Invest	650	6,50%	92 101,18
S/total personnes morales	5 873	58,73%	261 468,86
Alain Rauscher	1	0,01%	121 708,27
Mark Crosbie	1 926	19,26%	234 410 131,87
Trustees Famille MC	350	3,50%	42 597 895,20
Apporteur personne physique	300	3,00%	36 512 481,60
Apporteur personne physique	400	4,00%	48 683 308,80
Apporteur personne physique	300	3,00%	36 512 481,60
Apporteur personne physique	175	1,75%	21 298 947,60
Apporteur personne physique	138	1,38%	16 795 741,54
Apporteur personne physique	400	4,00%	48 683 308,80
Apporteur personne physique	50	0,50%	6 085 413,60
Apporteur personne physique	50	0,50%	6 085 413,60
Apporteur personne physique	37	0,37%	4 503 206,06
S/total personnes physiques	4 127	41,27%	502 290 038,54
TOTAL	10 000	100,00%	502 551 507,40

Ces actions représentatives de 100% du capital d'AIP UK sont apportées pour une valeur globale estimée, qui s'élève par conséquent à 502.551.507,40 €, se répartissant comme suit :

- ✓ valeur des actions apportées par les personnes morales : 261.468,86 € ;
- ✓ valeur indicative des actions apportées par les personnes physiques : 502.290.038,54 €.

1.4.3. Rémunération des apports

En rémunération de l'apport, sur la base des valeurs relatives des actions AIP UK apportées et des actions émises en rémunération, telles qu'estimées dans le contrat d'apport, 60.854.128 actions seraient émises de 0,01 € de valeur nominale chacune, représentatives d'une augmentation de capital de 608.541,28 €.

La différence entre la valeur globale des apports et le montant de l'augmentation de capital, constituera une prime d'apport qui sera portée au passif du bilan d'AIP SA, dans un compte « Prime d'émission », sur lequel porteront les droits de tous les actionnaires.

Sur la base de la valeur globale des apports estimée, telle que figurant dans le contrat d'apport, soit 502.551.507,40 €, et le montant de l'augmentation de capital susvisé, la prime d'apport s'élève à 501.942.966,12 €.

Cette prime sera définitivement arrêtée en fonction de la valeur des apports qui sera fixée le jour de réalisation de l'opération.

2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. Diligences mises en œuvre

Ma mission a pour objet d'apprécier l'absence de surévaluation des apports. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité ayant pour objet d'exprimer une opinion sur les comptes de la société dont les actions sont apportées. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération. Elle ne saurait être assimilée à une mission de «due diligences» effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Mon rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Mon opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de ma mission. Il ne m'appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date de l'assemblée générale des actionnaires d'AIP SA appelée à se prononcer sur l'opération d'apport.

Par ailleurs, l'apport envisagé constitue une opération de réorganisation préalable dans le cadre du projet d'introduction en bourse des actions d'AIP SA. Je n'émetts aucun avis d'ordre financier, patrimonial, juridique ou comptable, de quelque nature que ce soit, sur le prix d'introduction, qui n'est pas connu à ce jour, ni sur l'intérêt de souscrire ou d'acquérir ou non des actions de la société dans le cadre de son introduction en bourse.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Dans ce cadre, j'ai notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de la présente opération d'apport ;
- eu des entretiens avec les représentants du groupe ANTIN et leurs conseils, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre ses modalités ;
- examiné le contrat d'apport et ses annexes ;
- vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports et notamment du règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017 ;
- contrôlé la réalité des apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la libre transmission ;
- pris connaissance du document d'enregistrement (« Registration document ») visé par l'AMF le 2 septembre 2021 sous le numéro I. 21-043 et du projet de note d'opération ;
- obtenu des informations juridiques complémentaires relatives à AIP SA, AIP UK et AIP SAS ;
- obtenu communication des banques conseils d'éléments d'appréciation de la valeur du groupe ANTIN et eu des échanges avec les représentants de ces dernières ;
- pris connaissance et revu les notes de recherche des analystes qui suivent des sociétés du secteur et en particulier celles des sociétés EQT et BRIDGEPOINT ;
- obtenu le plan d'affaires du groupe ANTIN sur la période 2021-2026 et procédé à des analyses sur ses hypothèses clefs ;
- mis en œuvre, en complément des travaux précédents, une approche multicritère de la valeur attribuable au groupe ANTIN sur la base des données issues du plan d'affaires du management et effectué des tests de sensibilité sur des paramètres clefs ;
- obtenu communication à titre confidentiel des premières notes d'analystes sur le groupe ANTIN et d'autres informations confidentielles en amont de la fixation de la fourchette indicative de prix.

J'ai également obtenu une lettre d'affirmation des représentants d'AIP SA, qui m'ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable

Au regard de la répartition du capital d'AIP UK et des autres informations qui m'ont été communiquées, la société dont les titres sont apportés est à ce jour sous le contrôle conjoint des apporteurs et il en est de même d'AIP SA, société bénéficiaire des apports.

La méthode de valorisation des apports diffère selon que l'apporteur est une personne morale ou une personne physique.

Apports réalisés par les personnes morales :

A l'issue de l'opération d'apport et des opérations de placement de titres dans le cadre de l'introduction en bourse, cette situation de contrôle restera inchangée. Le règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017 stipule que les apports doivent, dans ce contexte, être effectués à la valeur nette comptable de ces titres dans les comptes des sociétés apporteurs.

Apports réalisés par les personnes physiques :

Les apports effectués par des personnes physiques étant exclus du champ d'application du règlement susvisé, ils doivent par conséquent être effectués à leur valeur réelle.

Par conséquent, les principes de valorisation retenus n'appellent pas de remarque de ma part.

2.3. Contrôle de la réalité des apports

J'ai vérifié à partir des certificats de détention des actions de chaque apporteur et je me suis également fait confirmer la détention effective des titres par ces derniers et l'absence de toute restriction de propriété.

2.4. Appréciation de la valeur individuelle des apports

2.4.1. Valeur des apports effectués par les personnes morales

Je rappelle que les apports effectués par les apporteurs personnes morales sont effectués à la valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés.

Il s'agit de valeurs historiques qui sont très significativement inférieures à leurs valeurs économiques.

La valeur des apports effectués par les personnes morales n'appelle pas d'autre remarque de ma part.

2.4.2. Valeur des apports effectués par les personnes physiques

2.4.2.1. Référence de valeur retenue

Les parties ont décidé de retenir comme valeur du groupe ANTIN la valeur de marché qui lui sera attribuée sur la base du prix d'introduction en bourse de l'action AIP SA.

Ce prix sera donc fixé par les acteurs de marché à l'issue du processus d'introduction en bourse et constituera donc la référence de valeur la plus pertinente.

Ce prix n'étant pas connu à ce jour, la valeur estimée inscrite dans le contrat d'apport correspond à la borne inférieure de la fourchette indicative de prix d'introduction.

Je rappelle que la fourchette indicative de prix a été fixée par le management du groupe ANTIN en considération des marques d'intérêts des investisseurs suite à la diffusion par les analystes du syndicat bancaire de leurs notes d'analyse (*Pre-Deal Investor Education – « PDIE »*).

La règle proposée pour répartir la valeur du groupe ANTIN entre AIP UK et AIP SAS et la justification qui en est donnée dans le contrat d'apport n'appellent pas d'observation de ma part, dans le contexte de cette opération, étant rappelé que les apports de 100% du capital d'AIP UK et de 100% du capital d'AIP SAS sont économiquement indissociables.

2.4.2.2. Approche de la valeur attribuable à ANTIN

Afin d'apprécier la valeur individuelle des apports effectués par les personnes physiques, telle qu'induite par la valeur indicative ci-dessus, j'ai effectué une revue des hypothèses clefs du business plan du management et mis en œuvre sur la base des données issues de ce plan :

- ✓ une approche d'évaluation par l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM), et
- ✓ une approche analogique, par application de multiples issus d'un échantillon de sociétés de gestion cotées aux agrégats prévisionnels du groupe ANTIN.

2.4.2.2.1. Business plan du management

Je me suis fait communiquer le business plan du groupe ANTIN, sur la période 2021-2026, validé par son comité exécutif en juillet dernier, qui appelle les commentaires et observations suivantes :

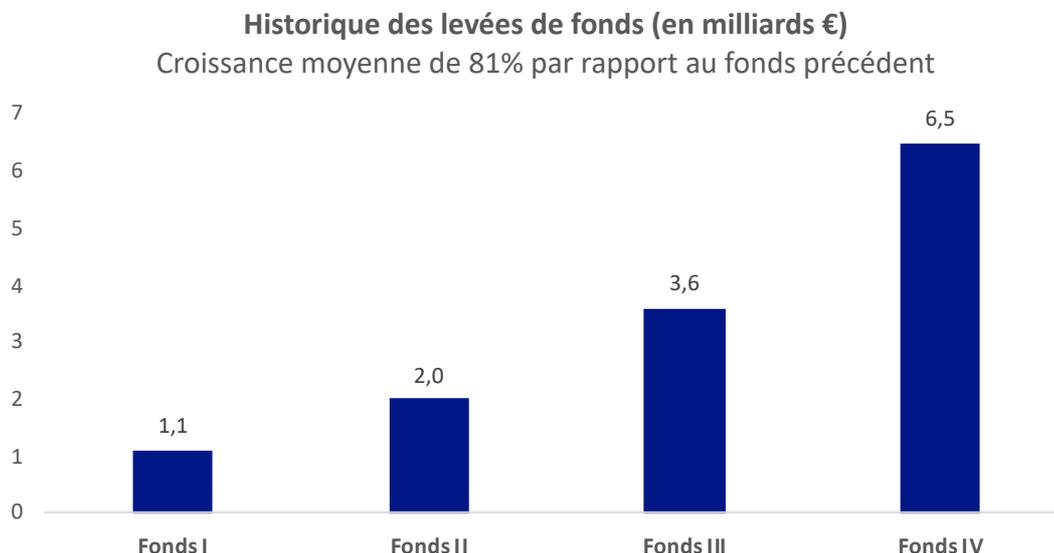
- **Frais de gestion**

Le groupe ANTIN tire l'essentiel de ses revenus sur l'horizon du business plan des frais de gestion facturés aux fonds. Ces frais de gestion sont contractualisés avec les investisseurs pour la période d'investissement et la période post-investissement, avec pour assiette pour la première, le montant de l'engagement total de l'investisseur à souscrire aux appels de fonds et pour la seconde, les montants investis. Les investisseurs qui s'engagent après la première clôture du fonds sur la période d'investissement supportent des frais de gestion de façon rétroactive (« *Catch-up fees* »).

Le niveau de revenu dépend par conséquent du montant des fonds levés et des taux de frais de gestion facturés. Le niveau des revenus susceptibles d'être générés sur les fonds existants est par conséquent assez prédictible.

S'agissant des taux de frais de gestion, le business plan du management retient l'hypothèse d'une relative stabilité de ces taux à court et moyen terme pour les fonds qui succéderont aux fonds actuellement levés.

S'agissant de l'évolution des fonds levés, il doit être rappelé que les premiers fonds d'infrastructures levés par le groupe ANTIN se sont succédés en moyenne tous les 3 ans, avec une progression significative du montant des engagements des investisseurs :



Source : Document d'enregistrement ANTIN du 2 septembre 2021

En parallèle, le groupe ANTIN a également diversifié sa base d'investisseurs et a lancé plus récemment deux nouvelles gammes de fonds :

- « MidCap » (investissements dans les infrastructures dans une fourchette de 30 à 300 M€), dont le premier a été levé au premier semestre 2021 avec un engagement total de 2,2 Mds€, et
- « NextGen » (investissements dans les infrastructures du futur pour « façonner un environnement plus durable, écoresponsable et connecté »), dont la levée du premier fonds est en cours.

Le business plan d'ANTIN retient l'hypothèse (i) de la poursuite de la levée de nouveaux fonds successifs au même rythme que pour les fonds historiques et (ii) une augmentation des actifs sous gestion, avec des taux de croissance variables en fonction des gammes de fonds, qui restent globalement inférieurs au taux de croissance historique.

Tel qu'indiqué par le groupe ANTIN dans sa communication financière, le management anticipe un taux de croissance supérieur à celui des actifs sous gestion du secteur. Néanmoins, la revue des notes d'analystes assurant le suivi d'une autre société de gestion cotée intervenant dans le secteur des infrastructures, fait ressortir des taux de croissance prévisionnels proches de ceux retenus par le management.

Si le groupe ANTIN est bien positionné sur le segment de la gestion des fonds d'infrastructures, la réalisation des objectifs du plan dépendra du maintien de la performance délivrée aux investisseurs par le groupe ANTIN, du respect du rythme d'investissement des fonds et de levée de nouveaux fonds et plus généralement des conditions de marché susceptibles d'influer sur sa capacité à lever des fonds et sur les performances délivrées.

- **Coûts de placement**

Les coûts de placement externes engagés dans le cadre de la levée des fonds sont anticipés en baisse proportionnellement au montant des fonds levés, hypothèse qui est justifiée par le management par une internalisation accrue de cette fonction, au travers du recrutement de compétences dédiées et le recours ciblé à des prestataires externes sur des zones géographiques non couvertes en interne.

- **Coûts de personnel**

Les charges de personnel constituent la plus grande part des coûts opérationnels du groupe ANTIN et représentaient sur les trois derniers exercices entre 19% et 28% des revenus.

Pour accompagner la croissance, le management d'ANTIN anticipe une augmentation significative des effectifs jusqu'en 2024, croissance qui devra vraisemblablement se poursuivre par paliers au-delà de cet horizon. Cependant, compte tenu de la croissance des revenus attendue, des économies d'échelle doivent être réalisées et le poids de ces coûts rapporté au chiffre d'affaires devrait logiquement baisser sur l'horizon du business plan.

La capacité du groupe à maintenir l'équipe en place et ses compétences, attirer de nouveaux talents et assurer le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, constitue un enjeu majeur pour le groupe ANTIN.

- **Coûts de structure**

Les autres coûts de structure incluent principalement des loyers, des charges diverses, des coûts de recrutement et d'honoraires divers. Ils devraient logiquement augmenter dans de moindres proportions que celles des revenus.

- **EBITDA**

Compte tenu de la croissance attendue des revenus et des économies d'échelle sur les coûts opérationnels, tel qu'indiqué par le groupe ANTIN dans sa communication financière, la marge d'EBITDA est attendue à un niveau de l'ordre de 70% d'ici 2023, niveau qui devrait continuer à croître au cours des années futures.

- **Résultats financiers**

Sur les premiers fonds levés (Fonds I, II, III et IV) l'intégralité du *carried interest*¹ est portée par les managers. Pour les fonds III-B et MidCap I, les sociétés de gestion portent 20% du *carried interest*, le solde restant entre les mains de l'équipe de management. ANTIN entend poursuivre cette règle de répartition pour les prochains fonds, et ce y compris pour le fonds NextGen (en cours de levée) et le Fonds V qui devrait être le prochain fonds levé.

Les sociétés de gestion se sont engagées à investir aux côtés des investisseurs un montant de 20 M€ sur chacun des fonds III-B et MidCap I. A ce titre, 17,2 M€ étaient appelés au 30 juin 2021 sur le fonds III-B.

¹ Quote-part (généralement égale à 20%) de plus-value partagée avec les investisseurs sous réserve que ces derniers bénéficient d'un taux de rendement minimum sur les fonds investis (*hurdle rate* généralement égal à 8%). Le montant investi par les porteurs de *carried interest* représente généralement 1% du montant total des fonds investis.

Par ailleurs, les co-investissements réalisés par ANTIN sur les fonds III-B et MidCap I ont été financés par emprunt bancaire, avec un encours tiré de 27,3 M€ au 30 juin 2021. Le coût de la dette reste relativement marginal par rapport aux résultats opérationnels anticipés.

- **Impôt sur les sociétés**

L'hypothèse centrale retenue par le management est un taux d'impôt sur les sociétés convergeant vers 25%, tant en France qu'au Royaume-Uni.

2.4.2.2.2. Actualisation des flux de dividendes prévisionnels (DDM)

L'actualisation des flux de dividendes prévisionnels a été mise en œuvre en retenant les données et hypothèses suivantes :

- ✓ les flux de dividendes 2021-2026 ont été appréhendés (i) sur la base des résultats nets, tels que déterminés dans le business plan du management, en tenant compte des acomptes sur dividendes distribués au titre de l'exercice en cours, en retenant une hypothèse plus élevée de croissance des effectifs au-delà de 2024 et en neutralisant les revenus des co-investissements et du *carried interest* (ii) et en tenant compte des fonds propres réglementaires minimum requis² ;
- ✓ la valeur terminale a été estimée par capitalisation du flux 2026, en retenant un taux de croissance à long terme dans une fourchette de 1,5% à 2,5% ;
- ✓ les flux de dividendes et la valeur terminale ont été actualisés au coût des fonds propres estimé et déterminé par référence à la méthode du MEDAF, avec un taux sans risque et une prime de risque corrigée d'un Bêta déterminé à partir des Bêtas observés sur l'échantillon de sociétés de gestion cotées retenu ci-après. Ces paramètres m'ont conduit à retenir un taux de 8,14% ; une analyse de sensibilité de la valeur a été effectuée en retenant un taux compris dans une fourchette de 7,4% à 8,9%.

Cette fourchette de coûts des fonds propres estimés s'inscrit dans la fourchette plus large des taux retenus par les analystes qui suivent les sociétés du secteur, étant observé que ces derniers ne distinguent pas systématiquement le taux applicable aux résultats issus des frais de gestion de ceux issus des investissements (co-investissement et *carried interest*) qui présentent un niveau de risque de réalisation beaucoup plus élevé. Je rappelle que, dans l'approche que j'ai retenue, les revenus potentiels afférents aux co-investissements et au *carried interest* ont été neutralisés.

Sur la base de ces travaux, les résultats obtenus, qui reposent essentiellement sur les perspectives appréhendées par le management du groupe ANTIN, confortent la valeur indicative de référence du groupe ANTIN retenue. Néanmoins, je rappelle que le prix d'introduction constituera la référence de valeur la plus pertinente.

2.4.2.2.3. Application de multiples aux agrégats prévisionnels

Afin d'apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN, j'ai constitué un échantillon restreint de sociétés de gestion de fonds (gestion alternative), en excluant celles portant à leur bilan des investissements représentant une part significative de leur valeur et/ou ayant des frais de gestion ne représentant pas plus de 50% de leurs revenus et/ou avec des taux de marge d'EBITDA s'écartant significativement de ceux du groupe ANTIN.

² Les sociétés de gestion ont réglementairement l'obligation de maintenir des capitaux propres au moins égaux à un seuil, fonction du niveau d'actifs sous gestion et du montant des charges opérationnelles.

L'échantillon retenu est le suivant :

- **APOLLO GLOBAL MANAGEMENT PLC (APO)**, société fondée en 1990, dont le siège est à New York et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'actifs sous gestion (ci-après « AUM ») de l'ordre de 471,8 MdsUSD et une capitalisation boursière de 28,16 MdsUSD ;
- **ARES MANAGEMENT CORP (ARES)**, société fondée en 1997, dont le siège est à Los Angeles et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 247,9 MdsUSD et une capitalisation boursière de 21,48 MdsUSD ;
- **EQT AB (EQT.ST)**, société fondée en 1994, dont le siège est à Stockholm et les actions inscrites à la bourse de Stockholm (OMX NASDAQ), qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 71,3 Mds€ et une capitalisation boursière de 41,78 Mds€ ;
- **HAMILTON LANE (HLNE)**, société fondée en 1991, dont le siège est en Pennsylvanie (USA) et les actions cotées au NASDAQ, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 42,76 MdsUSD et une capitalisation boursière de 4,72 MdsUSD ;
- **PARTNERS GROUP HOLDING AG (PGHN)**, société fondée en 1996, dont le siège est à Baar (Suisse) et les actions inscrites au Swiss Stock Exchange, qui a un portefeuille de l'ordre de 119 MdsUSD d'AUM et une capitalisation boursière de 42,61 MdsCHF ;
- **THE BLACKSTONE GROUP (BX)**, société fondée en 1985, dont le siège est à New York et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 684 MdsUSD et une capitalisation boursière de 146,38 MdsUSD ;
- **THE CARLYLE GROUP (CG)**, société créée sous sa forme actuelle en 2011, dont le siège est sis dans l'État du Delaware (USA) et les actions inscrites au NASDAQ, qui a un portefeuille d'AUM d'environ 275,88 MdsUSD et une capitalisation boursière de 17,18 MdsUSD.

Les multiples de valorisation estimés de ces sociétés, sur la base de leurs cours moyens (1 mois) au 13 septembre 2021, sont les suivants :

	EV/EBITDA			P/E		
	2021(e)	2022(e)	2023(e)	2021(e)	2022(e)	2023(e)
Apollo Global Management Inc.	19,7	22,4	15,5	16,0	16,7	14,5
Ares Management Corp.	32,1	32,9	23,0	29,6	22,0	17,4
EQT AB	45,2	47,8	32,9	54,3	46,3	42,7
Hamilton Lane Inc.	31,7	28,2	23,7	30,0	28,8	25,3
Partners Group Holding AG	34,1	31,9	28,5	42,5	36,7	33,1
The Blackstone Group Inc.	30,9	27,1	24,2	32,9	32,3	23,6
The Carlyle Group L.P.	17,4	14,0	12,2	19,8	14,3	12,8
Moyenne	30,2	29,2	22,9	32,1	28,1	24,2
Médiane	31,7	28,2	23,7	30,0	28,8	23,6

*Sources : Infront Analytics/consensus factset
Communication financière des sociétés*

Le multiple de résultat net (*Price earnings* ou P/E) est le multiple le plus souvent utilisé par les analystes dans ce secteur d'activité.

En appliquant ces multiples moyens et médians aux agrégats du groupe ANTIN pour les années 2021(e), 2022(e) et 2023(e), tel que ressortant du business plan du management, la valeur induite du groupe ANTIN s'établit dans une fourchette très large. Néanmoins, la fourchette de valeurs obtenue encadre la valeur indicative de référence du groupe ANTIN.

2.4.2.2.4. Synthèse des observations

Les deux approches retenues pour apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN reposent sur des données futures estimées par le management, qui anticipe une croissance de l'activité et des résultats, dans le prolongement de celle constatée ces dernières années, qui devra néanmoins se vérifier.

Tel que mentionné précédemment, le maintien de la performance délivrée aux investisseurs par le groupe ANTIN, le respect du rythme d'investissement et de levée des fonds successifs et plus généralement l'évolution des conditions de marché sont les principaux facteurs susceptibles d'influer sur les résultats futurs.

Dans les années à venir, le maintien de l'équipe en place et ses compétences, le recrutement de nouveaux talents et le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, seront également déterminants.

Par ailleurs, les performances futures pourront intégrer des résultats complémentaires liés aux co-investissements et aux *carried interest*, qui présentent un niveau de risque de réalisation beaucoup plus élevé. Je rappelle que dans mon approche j'ai exclu ces revenus potentiels.

Il est rappelé que la valeur définitive des apports sera fixée par les acteurs de marché à l'issue du processus d'introduction en bourse et constituera la référence de valeur la plus pertinente.

2.5. Valeur globale des apports

Je rappelle que les apports effectués par les apporteurs personnes morales, qui représentent 58,73% du capital d'AIP UK, sont effectués à leur valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés, soit un montant de 261.468,86 €. Elles correspondent à des valeurs historiques très significativement inférieures à leur valeur économique.

Pour les apports effectués par les personnes physiques, qui représentent 41,27% du capital d'AIP UK, ils seront effectués à leur valeur réelle par référence au prix d'introduction en bourse qui sera fixé à la date de réalisation de l'opération et reste la référence de valeur la plus pertinente.

Si la fourchette indicative de prix a été fixée en considération des retours des investisseurs à l'issue du PDIE³, il ne peut pas être totalement exclu que le prix d'introduction s'établisse en dessous de la borne inférieure de la fourchette indicative.

Néanmoins, au regard des proportions respectives d'apports effectués en valeur comptable et en valeur réelle susvisées, le scénario suivant lequel la valeur globale des apports, soit 502.551.507,40 €, devienne supérieure à la valeur économique de 100% d'AIP UK, telle qu'elle ressortira du prix d'introduction, est improbable⁴.

Par conséquent, à l'issue de mes travaux, dans le contexte de cette opération, je n'ai pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause la valeur globale d'apport retenue.

³ Cf. paragraphe 2.4.2.1.

⁴ Pour que la valeur économique des apports, telle que résultant du prix d'introduction devienne inférieure à la valeur globale des apports, telle qu'inscrite dans le contrat d'apport, cela suppose une décote de plus de 58% par rapport à la borne inférieure de la fourchette indicative.

3. SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

Cette opération d'apport constitue une réorganisation juridique préalable au projet d'introduction en bourse d'AIP SA devant lui permettre de détenir 100% du capital des deux sociétés AIP UK et AIP SAS détenues à ce jour par les associés des sociétés de gestion, qui sont également, et dans les mêmes proportions, les actionnaires d'AIP SA.

S'agissant des apports effectués par les personnes morales, qui représentent 58,73% du capital d'AIP UK, ils sont effectués à leur valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés, soit un montant total de 261.468,86 €. Ces valeurs historiques sont très significativement inférieures à leur valeur économique.

S'agissant des apports effectués par les personnes physiques, les parties ont décidé de retenir comme référence de valeur la quote-part de valeur attribuable à AIP UK au sein du groupe ANTIN, induite par le prix d'introduction en bourse qui sera fixé le jour de la réalisation de l'apport par les acteurs de marché et constituera la référence de valeur la plus pertinente.

Ce prix n'étant pas connu à ce jour, la valeur estimée inscrite dans le contrat d'apport correspond à la borne inférieure de la fourchette indicative du prix d'introduction.

Les approches que j'ai retenues pour apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN m'ont conduit à déterminer des fourchettes de valeurs qui encadrent la valeur induite par la borne inférieure de la fourchette de prix.

Ces fourchettes de valeurs reposent sur des données futures estimées par le management, qui anticipent une croissance de l'activité et des résultats, dans le prolongement de celle constatée ces dernières années, qui devra néanmoins se vérifier.

En particulier, le maintien de la performance délivrée par le groupe ANTIN aux investisseurs, le respect du rythme d'investissement des fonds et de levée des fonds successifs et plus généralement l'évolution des conditions de marché sont les principaux facteurs susceptibles d'influer sur les résultats futurs.

A moyen terme, le maintien de l'équipe en place et ses compétences, le recrutement de nouveaux talents et le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, seront également déterminants.

Il ne peut pas être totalement exclu que le prix d'introduction s'établisse en dessous de la borne inférieure de la fourchette indicative. Néanmoins, au regard des proportions respectives d'apports effectués en valeur comptable et en valeur réelle, le scénario suivant lequel la valeur globale des apports, soit 502.551.507,40 €, devienne supérieure à la valeur économique de 100% d'AIP UK, telle qu'elle ressortira du prix d'introduction fixé, est improbable.

En l'absence de prix d'introduction fixé, la valeur des apports ne pourra pas être définitivement arrêtée et, en conséquence, l'opération d'apport ne pourra pas être réalisée.

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur des apports retenue s'élevant à 502.551.507,40 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire, majorée de la prime d'émission.

Fait à Paris, le 14 septembre 2021,

Le commissaire aux apports désigné en application
de l'article L. 225-147 du Code de commerce

Eric LE FICHOUX
Commissaire aux comptes
Expert près la Cour d'appel de Paris

Eric LE FICHOUX

Expert-comptable

Commissaire aux comptes

Expert près la Cour d'appel de Paris
et les Cours administratives d'appel
de Paris et de Versailles

140, boulevard Haussmann

75008 Paris

Tél. +33 (0)1 44 90 95 18

Fax +33 (0)1 79 72 81 45

Mob +33 (0)6 28 56 09 32

eric.lefichoux@advisorem.com

ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA

Société anonyme au capital de 40.000 €

374, rue Saint-Honoré

75001 PARIS

900 682 667 RCS PARIS

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

sur la valeur des apports devant être effectués
par les associés d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SAS
à ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA

*Désigné par décision unanime
des actionnaires du 23 juin 2021*

Aux actionnaires,

En exécution de la mission de commissaire aux apports qui m'a été confiée par décision unanime des actionnaires d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA en date du 23 juin 2021, dans le cadre de l'apport de 100% des actions composant le capital d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SAS (ci-après désignée « AIP SAS ») effectué par ses associés à ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA (ci-après « AIP SA »), j'ai établi le présent rapport prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

La valeur des apports a été arrêtée dans le contrat d'apport signé par les apporteurs, d'une part, et le représentant d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS SA, d'autre part, en date du 14 septembre 2021. Il m'appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. À cet effet, j'ai effectué mes 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 la société bénéficiaire augmentée de la prime d'apport.

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

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports
3. Synthèse – points clés
4. Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1. Contexte de l'opération

Les actionnaires d'AIP SA détiennent ensemble et dans les mêmes proportions l'intégralité du capital et des droits de vote, qui y sont attachés, de :

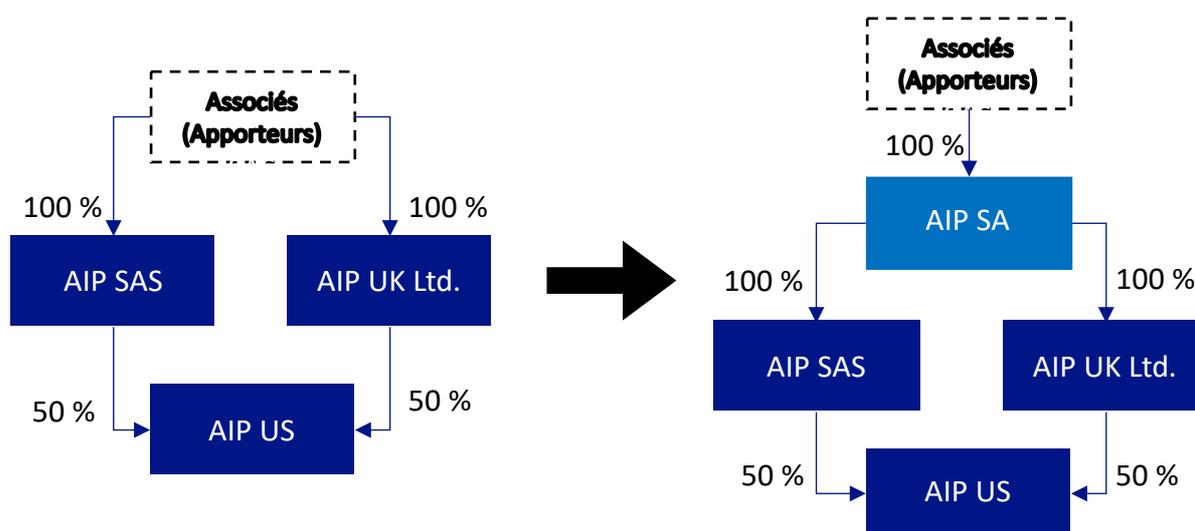
- ✓ la société AIP SAS ;
- ✓ et la société ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS UK LIMITED (« AIP UK »), société de droit anglais, dont le siège social est situé 14 St George Street à Londres (W1S 1FE) au Royaume-Uni.

AIP SAS et AIP UK sont des sociétés de gestion de fonds d'investissement prenant des participations principalement dans des sociétés d'infrastructures. Elles détiennent conjointement 50% d'ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS US SERVICES LLC (« AIP US »).

Les actionnaires d'AIP SA envisagent de procéder à l'introduction en bourse de la société sur le marché réglementé Euronext Paris.

Tel que décrit dans la note d'opération y afférente, elle sera réalisée dans le cadre d'une offre globale comprenant une offre au public en France sous la forme d'une offre à prix ouvert et un placement global principalement destiné aux investisseurs institutionnels. Dans le cadre de cette opération, sont envisagées l'émission d'actions nouvelles pour un montant de l'ordre de 350 M€ et la cession d'une quote-part de leurs actions par deux des apporteurs.

Une réorganisation juridique préalable doit être mise en œuvre afin qu'AIP SA détienne 100% d'AIP SAS et 100% d'AIP UK :



Les actionnaires d'AIP SAS et d'AIP UK doivent par conséquent faire apport des actions leur appartenant à AIP SA.

Le périmètre composé d'AIP SA, AIP SAS et AIP UK est désigné dans les développements qui suivent « groupe ANTIN ».

Le présent rapport concerne l'apport des actions AIP SAS à AIP SA. Je rends compte dans un rapport distinct à même date de ma mission relative à l'apport des actions AIP UK à AIP SA, étant précisé que les deux apports sont économiquement indissociables.

1.2. Présentation des intérêts en présence

1.2.1. Apporteurs :

Les apporteurs sont :

- **LB Capital**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 7, place Vendôme, 362-366, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 798 025 987 RCS Paris,
- **MBY Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 14, place Dauphine 75001 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 795 309 616 RCS Paris,
- **Batigram Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 114, avenue de Wagram, 75017 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 794 945 923 RCS Paris,
- **Alvahs Invest**, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 11, rue de la Cerisaie, 75004 Paris, immatriculée auprès du registre de commerce et des sociétés sous le numéro 795 130 848 RCS Paris,

ci-après « les apporteurs personnes morales »

- **Alain Rauscher**, de nationalité française, né le 17 février 1959 à Paris,
 - **Mark Crosbie**, de nationalité anglaise, né le 11 novembre 1959 à Liverpool, Royaume-Uni,
 - **Mark Crosbie, Sarah Crosbie et Nicholas Harries (ensemble les "Trustees Famille MC")** en leur qualité de trustees de THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 1, THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 2, THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 3 and THE CROSBIE FAMILY TRUST NO. 4 (ensemble les "Trusts Famille MC"), chacun établi aux termes de *deeds of settlement* en date du 1^{er} septembre 2021,
 - **Mauricio Bolana**, de nationalité espagnole, né le 15 janvier 1979 à Montevideo, Uruguay,
 - **Sébastien Lecaudey**, de nationalité française, né le 5 avril 1974 à Caen,
 - **Alban Lestiboudois**, de nationalité française, né le 11 décembre 1978 à Caen,
 - **Simon Söder**, de nationalité suédoise, né le 13 septembre 1978 à Vastervik, Suède,
 - **Nicolas Mallet**, de nationalité française, né le 13 juillet 1980 à Paris,
 - **Kevin Genieser**, de nationalité américaine, né le 26 avril 1969 à New-York, Etats-Unis,
 - **Guillaume Friedel**, de nationalité française, né le 8 mai 1982 à Paris,
 - **Mehdi Azizi**, de nationalité française, né le 30 octobre 1978 à Rabat, Maroc, et
 - **Ashkan Karimi**, de nationalité française, né le 23 septembre 1978 à Rezaieh, Iran,
- ci-après, les « apporteurs personnes physiques ».

1.2.2. Société bénéficiaire des apports : AIP SA

AIP SA, société bénéficiaire des apports, est une société anonyme au capital de 40.000 €, divisé en 10.000 actions d'une valeur nominale de 4 € chacune, toutes de même catégorie. Son siège social est sis 374, rue Saint-Honoré à Paris (75001).

Préalablement à la réalisation de l'apport, son capital doit être réduit de 39.900 € par diminution de la valeur nominale de ses actions de 4,0 € à 0,01 € et affectation de ce montant à un compte de primes.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 900 682 667 RCS Paris.

AIP SA a pour objet en France et dans tous les pays :

- l'achat, la souscription, la détention, la gestion, la cession ou l'apport d'actions ou autres valeurs mobilières dans toutes sociétés et entreprises françaises et étrangères ;
- la souscription, l'acquisition, la détention, la gestion, la cession ou l'apport de parts, actions, droits ou participations dans tout organisme de placement collectif ou autre entité d'investissement français et étranger ;
- toutes prestations de services et de conseil en matière de ressources humaines, informatique, management, communication, financière, juridique, marketing, et achat envers ses filiales et participations ;
- la détention, la gestion et la disposition de marques, de brevets et de droits de propriété intellectuelle de la Société ainsi que ceux de ses filiales et participations ;
- l'octroi de toutes cautions ou garanties au profit de toute société de son groupe ou dans le cadre de l'activité normale de toutes sociétés de son groupe ;
- et généralement, toutes opérations, qu'elles soient financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières ou mobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ci-dessus et à tous objets similaires ou connexes, ainsi que de nature à favoriser directement ou indirectement le but poursuivi par la société, son extension, son développement et son patrimoine social.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés : AIP SAS

AIP SAS, dont les actions sont apportées, est une société par actions simplifiée à capital variable, divisé en actions de différentes catégories d'une valeur nominale 0,10 € chacune.

A ce jour, le capital d'AIP SAS se répartit en 10.000.000 actions de préférence de catégories A, C ou D et 37.500 actions de préférence de catégorie B'.

De façon résumée, les détenteurs d'actions de catégories A et C bénéficient de droits identiques sur les distributions de dividendes, les actions B' bénéficiant d'un droit à dividende temporaire égal à celui dont sont privées les actions D.

Son siège social est sis 374, rue Saint-Honoré à Paris (75001). Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 789 002 300 RCS Paris.

AIP SAS a pour objet :

- la gestion d'un ou plusieurs fonds d'investissement alternatifs et la fourniture de services d'investissement tels que la gestion de portefeuille pour le compte de tiers et le conseil en investissement ;

- ainsi que la fourniture de services connexes ou complémentaires aux services d'investissements tels que (i) la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises, (ii) la recherche en investissements et l'analyse financière ou tout autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers, et (iii) la recherche de financements ou de partenaires commerciaux ou financiers ;
- de prendre des participations financières de toute nature, y compris sous forme de prêt, dans des entreprises qui lui sont liées soit par des liens capitalistiques, directes ou indirectes, soit par des liens contractuels ;
- l'assistance et le conseil dans les domaines notamment commercial, marketing, administratif, juridique, réglementaire et financier, mais aussi dans les domaines de la gestion, de la stratégie, du développement et de la négociation aux entreprises dans lesquelles elle détient une participation financière de toute nature, y compris sous forme de prêt, ou aux entreprises qui lui sont liées soit par des liens capitalistiques, directes ou indirectes, soit par des liens contractuels ;
- et de réaliser toutes opérations dans le cadre de sa gestion financière, notamment l'obtention de tout emprunt ou l'acquisition de toutes valeurs mobilières de placement ;

dans les limites de l'agrément délivré par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») et sur la base du programme d'activités approuvé par l'AMF ;

et, plus généralement, toutes opérations, de quelque nature qu'elles soient, se rattachant directement ou indirectement à cet objet ou à des activités similaires, connexes ou complémentaires, ou susceptibles d'en favoriser la réalisation, ou encore qui seraient de nature à faciliter, favoriser ou développer son commerce et son industrie.

1.2.4. Liens entre les intérêts en présence

Monsieur Alain RAUSCHER est le Président-Directeur Général d'AIP SA et le Président d'AIP SAS.

Les apporteurs sont actionnaires d'AIP SA et se répartissent le capital des deux entités dans les mêmes proportions.

1.3. Description de l'opération

Sur la base des termes du contrat d'apport signé le 14 septembre 2021, il ressort les éléments suivants :

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport

Les apporteurs et la société bénéficiaire soumettent les apports au régime juridique de droit commun des apports en nature prévu aux articles L. 225-147 et suivants du Code de commerce, les apports étant consentis à titre pur et simple.

Les apporteurs garantissent qu'ils ont la pleine capacité pour signer le contrat d'apport, que les actions apportées sont libres de tous engagements, droits de tiers ou sûretés et ne seront grevées d'aucune inscription quelconque et, en particulier, d'aucune inscription de nantissement, qu'elles seront détenues en pleine propriété et seront entièrement libérées et non amorties et, plus généralement, qu'il n'existera aucun obstacle pouvant s'opposer à leur libre transmission à AIP SA.

AIP SA aura à compter de la date de réalisation définitive de l'opération, qui correspondra à la date de levée des conditions suspensives, la pleine et entière propriété et jouissance des actions apportées, ainsi que l'ensemble des droits et obligations y attachés.

A compter de la réalisation de l'apport, les apporteurs auront la propriété et la jouissance des actions nouvelles d'AIP SA, émises en rémunération de l'apport, qui seront soumises, à l'ensemble des dispositions des statuts d'AIP SA qui leur sont applicables. Ces actions seront négociables dès la date de réalisation de l'apport, sous réserve des dispositions statutaires.

En matière d'impôt sur les sociétés, AIP SA et les apporteurs personnes morales entendent placer les apports effectués sous le régime de faveur des fusions et opérations assimilées prévu à l'article 210 A du CGI.

Conformément aux dispositions de l'article 810-I du Code Général des Impôts, les apports devront être enregistrés auprès du service des impôts et ne seront soumis à aucun droit d'enregistrement en France.

1.3.2. Conditions suspensives

La réalisation de l'apport et de sa rémunération n'interviendra qu'après la réalisation des conditions suivantes :

- l'apport préalable par les associés d'AIP UK de leurs actions à AIP SA ;
- l'approbation par les actionnaires d'AIP SA du contrat, de l'évaluation des apports et de l'augmentation de capital devant intervenir en rémunération de ceux-ci.

A défaut de réalisation des conditions suspensives susvisées au plus tard 31 décembre 2021 à 23h59, le contrat d'apport sera, sauf prorogation de ce délai par accord écrit des parties, considéré comme caduc, sans formalité ni indemnité de part et d'autre.

1.4. Présentation des apports

1.4.1. Méthode d'évaluation retenue

Les apports sont effectués :

- ✓ par les personnes morales sur la base de leurs valeurs nettes comptables respectives dans les livres de ces sociétés ;
- ✓ par les personnes physiques, à leur valeur réelle, par référence au prix d'introduction en bourse des actions d'AIP SA, obtenu au travers de la technique de construction du livre d'ordres (confrontation des ordres d'achats et du nombre de titres disponibles) et du nombre de transactions qui sera constaté à ce prix.

A ce jour, seule la fourchette indicative de prix est connue valorisant le groupe ANTIN entre 3.150.000.000 € et 3.780.000.000 €, correspondant à la valeur économique des apports des actions AIP SAS et AIP UK, après déduction de la valeur des 10.000 actions émises par AIP SA à sa constitution.

Cette valeur économique sera répartie, tel qu'indiqué dans le contrat d'apport, sur la base de la moyenne des résultats nets prévisionnels respectifs d'AIP SAS et d'AIP UK sur la période 2021 à 2026, tenant compte de l'allocation des profits résultant de la politique de prix de transfert du groupe, soit à hauteur de 61,36% sur AIP SAS et 38,64% sur AIP UK.

Pour les besoins de l'établissement du contrat d'apport et l'émission du présent rapport, la valeur estimée des apports effectués par les personnes physiques a été déterminée par référence à la borne inférieure de la fourchette indicative de prix.

1.4.2. Description des apports

L'apport est constitué de la totalité des actions de la société AIP SAS, représentatives de 100 % du capital de cette société soit :

- ✓ 10.000.000 actions de préférence de catégorie A, C ou D ;
- ✓ 37.500 actions de préférence de catégorie B'.

Les actions B' portent un droit à dividende dont sont privées les actions D.

Postérieurement à l'apport, les actions D seront en application des stipulations des statuts d'AIP SAS converties en actions C et les actions B' seront rachetées par la société et annulées.

En conséquence, la valeur économique agrégée d'une action D et d'une action B' est égale à la valeur d'une action A ou C.

Sur la base de la borne inférieure de la fourchette indicative de prix d'introduction, les apports se présentent et sont valorisés comme suit :

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS SUR LA VALEUR DES APPORTS
EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 225-147 DU CODE DE COMMERCE

Associés	Catégories d'actions				Total	en % du Total (*)	Valeur d'apport
	A	C	D	B'			
LB Capital	3 723 999				3 723 999	37,24%	1 987 771,47
MBY Invest		750 000			750 000	7,50%	75 000,00
Batigram Invest		750 000			750 000	7,50%	75 000,00
Alvahs Invest		650 000			650 000	6,50%	90 652,12
S/total personnes morales	3 723 999	2 150 000			5 873 999	58,74%	2 228 423,59
Alain Rauscher	1				1	0,00%	193,27
Mark Crosbie	1 926 000				1 926 000	19,26%	372 241 348,13
Trustees Famille MC	350 000				350 000	3,50%	67 645 104,80
Apporteur personne physique		300 000			300 000	3,00%	57 981 518,40
Apporteur personne physique		400 000			400 000	4,00%	77 308 691,20
Apporteur personne physique		300 000			300 000	3,00%	57 981 518,40
Apporteur personne physique		175 000			175 000	1,75%	33 822 552,40
Apporteur personne physique		137 500			137 500	1,38%	26 574 862,60
Apporteur personne physique		400 000			400 000	4,00%	77 308 691,20
Apporteur personne physique		50 000			50 000	0,50%	9 663 586,40
Apporteur personne physique		50 000			50 000	0,50%	9 663 586,40
Apporteur personne physique			37 500	37 500	75 000	0,38%	7 247 689,80
S/total personnes physiques	2 276 001	1 812 500	37 500	37 500	4 163 501	41,26%	797 439 343,00
Total	6 000 000	3 962 500	37 500	37 500	10 037 500	100,00%	799 667 766,59

(*) les droits financiers attachés à une action B' et une action D agrégés sont équivalents aux droits attachés à une action A ou C

Ces actions représentatives de 100% du capital d'AIP SAS sont apportées pour une valeur globale estimée, qui s'élève par conséquent à **799.667.766,59 €**, se répartissant comme suit :

- ✓ valeur des actions apportées par les personnes morales : 2.228.423,59 € ;
- ✓ valeur indicative des actions apportées par les personnes physiques : 797.439.343 €.

1.4.3. Rémunération des apports

En rémunération de l'apport, sur la base des valeurs relatives des actions AIP SAS apportées et des actions émises en rémunération, telles qu'estimées dans le contrat d'apport, 96.635.854 actions seraient émises de 0,01 € de valeur nominale chacune, représentatives d'une augmentation de capital de 966.358,54 €.

La différence entre la valeur globale des apports et le montant de l'augmentation de capital, constituera une prime d'apport qui sera portée au passif du bilan d'AIP SA, dans un compte « Prime d'émission », sur lequel porteront les droits de tous les actionnaires.

Sur la base de la valeur globale des apports estimée, telle que figurant dans le contrat d'apport, soit 799.667.766,59 €, et le montant de l'augmentation de capital susvisé, la prime d'apport s'élève à 798.701.408,05 €.

Cette prime sera définitivement arrêtée en fonction de la valeur des apports qui sera fixée le jour de réalisation de l'opération.

2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. Diligences mises en œuvre

Ma mission a pour objet d'apprécier l'absence de surévaluation des apports. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité ayant pour objet d'exprimer une opinion sur les comptes de la société dont les actions sont apportées. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération. Elle ne saurait être assimilée à une mission de «due diligences» effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Mon rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Mon opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de ma mission. Il ne m'appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date de l'assemblée générale des actionnaires d'AIP SA appelée à se prononcer sur l'opération d'apport.

Par ailleurs, l'apport envisagé constitue une opération de réorganisation préalable dans le cadre du projet d'introduction en bourse des actions d'AIP SA. Je n'émetts aucun avis d'ordre financier, patrimonial, juridique ou comptable, de quelque nature que ce soit, sur le prix d'introduction, qui n'est pas connu à ce jour, ni sur l'intérêt de souscrire ou d'acquérir ou non des actions de la société dans le cadre de son introduction en bourse.

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Dans ce cadre, j'ai notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de la présente opération d'apport ;
- eu des entretiens avec les représentants du groupe ANTIN et leurs conseils, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre ses modalités ;
- examiné le contrat d'apport et ses annexes ;
- vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports et notamment du règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017 ;
- contrôlé la réalité des apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'affecter la libre transmission ;
- pris connaissance du document d'enregistrement (« Registration document ») visé par l'AMF le 2 septembre 2021 sous le numéro I. 21-043 et du projet de note d'opération ;
- obtenu des informations juridiques complémentaires relatives à AIP SA, AIP SAS et AIP UK ;
- obtenu communication des banques conseils d'éléments d'appréciation de la valeur du groupe ANTIN et eu des échanges avec les représentants de ces dernières ;
- pris connaissance et revu les notes de recherche des analystes qui suivent des sociétés du secteur et en particulier celles des sociétés EQT et BRIDGEPOINT ;
- obtenu le plan d'affaires du groupe ANTIN sur la période 2021-2026 et procédé à des analyses sur ses hypothèses clefs ;
- mis en œuvre, en complément des travaux précédents, une approche multicritère de la valeur attribuable au groupe ANTIN sur la base des données issues du plan d'affaires du management et effectué des tests de sensibilité sur des paramètres clefs ;
- obtenu communication à titre confidentiel des premières notes d'analystes sur le groupe ANTIN et d'autres informations confidentielles en amont de la fixation de la fourchette indicative de prix.

J'ai également obtenu une lettre d'affirmation des représentants d'AIP SA, qui m'ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable

Au regard de la répartition du capital d'AIP SAS et des autres informations qui m'ont été communiquées, la société dont les titres sont apportés est à ce jour sous le contrôle conjoint des apporteurs et il en est de même d'AIP SA, société bénéficiaire des apports.

La méthode de valorisation des apports diffère selon que l'apporteur est une personne morale ou une personne physique.

Apports réalisés par les personnes morales :

A l'issue de l'opération d'apport et des opérations de placement de titres dans le cadre de l'introduction en bourse, cette situation de contrôle restera inchangée. Le règlement ANC n°2017-01 du 5 mai 2017 stipule que les apports doivent, dans ce contexte, être effectués à la valeur nette comptable de ces titres dans les comptes des sociétés apporteurs.

Apports réalisés par les personnes physiques :

Les apports effectués par des personnes physiques étant exclus du champ d'application du règlement susvisé, ils doivent par conséquent être effectués à leur valeur réelle.

Par conséquent, les principes de valorisation retenus n'appellent pas de remarque de ma part.

2.3. Contrôle de la réalité des apports

J'ai vérifié à partir des comptes d'actionnaires et de la documentation relative aux dernières opérations sur le capital et je me suis également fait confirmer la détention effective des titres par les apporteurs et l'absence de toute restriction de propriété.

2.4. Appréciation de la valeur individuelle des apports

2.4.1. Valeur des apports effectués par les personnes morales

Je rappelle que les apports effectués par les apporteurs personnes morales sont effectués à leur valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés.

Ces valeurs comptables résultent principalement des apports effectués en 2013 par quatre des associés historiques à leurs holdings patrimoniales.

Il s'agit par conséquent de valeurs historiques qui sont très significativement inférieures à leurs valeurs économiques.

La valeur des apports effectués par les personnes morales n'appelle pas d'autre remarque de ma part.

2.4.2. Valeur des apports effectués par les personnes physiques

2.4.2.1. Référence de valeur retenue

Les parties ont décidé de retenir comme valeur du groupe ANTIN la valeur de marché qui lui sera attribuée sur la base du prix d'introduction en bourse de l'action AIP SA.

Ce prix sera donc fixé par les acteurs de marché à l'issue du processus d'introduction en bourse et constituera donc la référence de valeur la plus pertinente.

Ce prix n'étant pas connu à ce jour, la valeur estimée inscrite dans le contrat d'apport correspond à la borne inférieure de la fourchette indicative de prix d'introduction.

Je rappelle que la fourchette indicative de prix a été fixée par le management du groupe ANTIN en considération des marques d'intérêts des investisseurs suite à la diffusion par les analystes du syndicat bancaire de leurs notes d'analyse (*Pre-Deal Investor Education – « PDIE »*).

La règle proposée pour répartir la valeur du groupe ANTIN entre AIP SAS et AIP UK et la justification qui en est donnée dans le contrat d'apport n'appellent pas d'observation de ma part, dans le contexte de cette opération, étant rappelé que les apports de 100% du capital d'AIP SAS et de 100% du capital d'AIP UK sont économiquement indissociables.

2.4.2.2. Approche de la valeur attribuable à ANTIN

Afin d'apprécier la valeur individuelle des apports effectués par les personnes physiques, telle qu'induite par la valeur indicative ci-dessus, j'ai effectué une revue des hypothèses clefs du business plan du management et mis en œuvre sur la base des données issues de ce plan :

- ✓ une approche d'évaluation par l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM), et
- ✓ une approche analogique, par application de multiples issus d'un échantillon de sociétés de gestion cotées aux agrégats prévisionnels du groupe ANTIN.

2.4.2.2.1. Business plan du management

Je me suis fait communiquer le business plan du groupe ANTIN, sur la période 2021-2026, validé par son comité exécutif en juillet dernier, qui appelle les commentaires et observations suivantes :

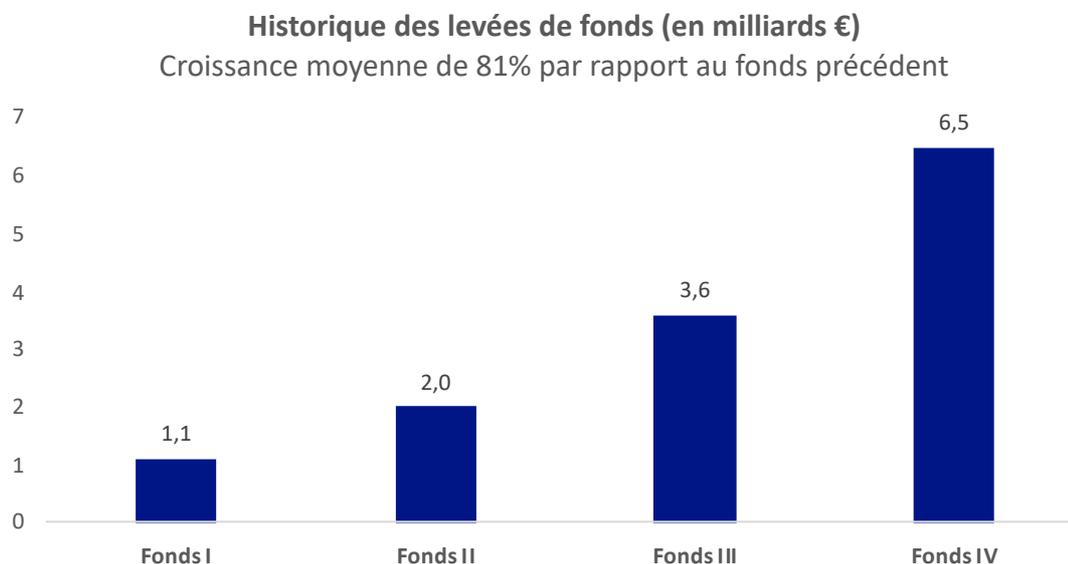
- **Frais de gestion**

Le groupe ANTIN tire l'essentiel de ses revenus sur l'horizon du business plan des frais de gestion facturés aux fonds. Ces frais de gestion sont contractualisés avec les investisseurs pour la période d'investissement et la période post-investissement, avec pour assiette pour la première, le montant de l'engagement total de l'investisseur à souscrire aux appels de fonds et pour la seconde, les montants investis. Les investisseurs qui s'engagent après la première clôture du fonds sur la période d'investissement supportent des frais de gestion de façon rétroactive (« *Catch-up fees* »).

Le niveau de revenu dépend par conséquent du montant des fonds levés et des taux de frais de gestion facturés. Le niveau des revenus susceptibles d'être générés sur les fonds existants est par conséquent assez prédictible.

S'agissant des taux de frais de gestion, le business plan du management retient l'hypothèse d'une relative stabilité de ces taux à court et moyen terme pour les fonds qui succéderont aux fonds actuellement levés.

S'agissant de l'évolution des fonds levés, il doit être rappelé que les premiers fonds d'infrastructures levés par le groupe ANTIN se sont succédés en moyenne tous les 3 ans, avec une progression significative du montant des engagements des investisseurs :



Source : Document d'enregistrement ANTIN du 2 septembre 2021

En parallèle, le groupe ANTIN a également diversifié sa base d'investisseurs et a lancé plus récemment deux nouvelles gammes de fonds :

- « MidCap » (investissements dans les infrastructures dans une fourchette de 30 à 300 M€), dont le premier a été levé au premier semestre 2021 avec un engagement total de 2,2 Mds€, et
- « NextGen » (investissements dans les infrastructures du futur pour « *façonner un environnement plus durable, écoresponsable et connecté* »), dont la levée du premier fond est en cours.

Le business plan d'ANTIN retient l'hypothèse (i) de la poursuite de la levée de nouveau fonds successifs au même rythme que pour les fonds historiques et (ii) une augmentation des actifs sous gestion, avec des taux de croissance variables en fonction des gammes de fonds, qui restent globalement inférieurs au taux de croissance historique.

Tel qu'indiqué par le groupe ANTIN dans sa communication financière, le management anticipe un taux de croissance supérieur à celui des actifs sous gestion du secteur. Néanmoins, la revue des notes d'analystes assurant le suivi d'une autre société de gestion cotée intervenant dans le secteur des infrastructures, fait ressortir des taux de croissance prévisionnels proches de ceux retenus par le management.

Si le groupe ANTIN est bien positionné sur le segment de la gestion des fonds d'infrastructures, la réalisation des objectifs du plan dépendra du maintien de la performance délivrée aux investisseurs par le groupe ANTIN, du respect du rythme d'investissement des fonds et de levée de nouveaux fonds et plus généralement des conditions de marché susceptibles d'influer sur sa capacité à lever des fonds et sur les performances délivrées.

- **Coûts de placement**

Les coûts de placement externes engagés dans le cadre de la levée des fonds sont anticipés en baisse proportionnellement au montant des fonds levés, hypothèse qui est justifiée par le management par une internalisation accrue de cette fonction, au travers du recrutement de compétences dédiées et le recours ciblé à des prestataires externes sur des zones géographiques non couvertes en interne.

- **Coûts de personnel**

Les charges de personnel constituent la plus grande part des coûts opérationnels du groupe ANTIN et représentaient sur les trois derniers exercices entre 19% et 28% des revenus.

Pour accompagner la croissance, le management d'ANTIN anticipe une augmentation significative des effectifs jusqu'en 2024, croissance qui devra vraisemblablement se poursuivre par paliers au-delà de cet horizon. Cependant, compte tenu de la croissance des revenus attendue, des économies d'échelle doivent être réalisées et le poids de ces coûts rapporté au chiffre d'affaires devrait logiquement baisser sur l'horizon du business plan.

La capacité du groupe à maintenir l'équipe en place et ses compétences, attirer de nouveaux talents et assurer le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, constitue un enjeu majeur pour le groupe ANTIN.

- **Coûts de structure**

Les autres coûts de structure incluent principalement des loyers, des charges diverses, des coûts de recrutement et d'honoraires divers. Ils devraient logiquement augmenter dans de moindres proportions que celles des revenus.

- **EBITDA**

Compte tenu de la croissance attendue des revenus et des économies d'échelles sur les coûts opérationnels, tel qu'indiqué par le groupe ANTIN dans sa communication financière, la marge d'EBITDA est attendue à un niveau de l'ordre de 70% d'ici 2023, niveau qui devrait continuer à croître au cours des années futures.

- **Résultats financiers**

Sur les premiers fonds levés (Fonds I, II, III et IV) l'intégralité du *carried interest*¹ est porté par les managers. Pour les fonds III-B et MidCap I, les sociétés de gestion portent 20% du *carried interest*, le solde restant entre les mains de l'équipe de management. ANTIN entend poursuivre cette règle de répartition pour les prochains fonds, et ce y compris pour le fonds NextGen (en cours de levée) et le Fonds V qui devrait être le prochain fonds levé.

Les sociétés de gestion se sont engagées à investir aux côtés des investisseurs un montant de 20 M€ sur chacun des fonds III-B et MidCap I. A ce titre, 17,2 M€ étaient appelés au 30 juin 2021 sur le fonds III-B.

¹ Quote-part (généralement égale à 20%) de plus-value partagée avec les investisseurs sous réserve que ces derniers bénéficient d'un taux de rendement minimum sur les fonds investis (*hurdle rate* généralement égal à 8%). Le montant investi par les porteurs de *carried interest* représente généralement 1% du montant total des fonds investis.

Par ailleurs, les co-investissements réalisés par ANTIN sur les fonds III-B et MidCap I ont été financés par emprunt bancaire, avec un encours tiré de 27,3 M€ au 30 juin 2021. Le coût de la dette reste relativement marginal par rapport aux résultats opérationnels anticipés.

- **Impôt sur les sociétés**

L'hypothèse centrale retenue par le management est un taux d'impôt sur les sociétés convergeant vers 25%, tant en France qu'au Royaume-Uni.

2.4.2.2.2. Actualisation des flux de dividendes prévisionnels (DDM)

L'actualisation des flux de dividendes prévisionnels a été mise en œuvre en retenant les données et hypothèses suivantes :

- ✓ les flux de dividendes 2021-2026 ont été appréhendés (i) sur la base des résultats nets, tels que déterminés dans le business plan du management, en tenant compte des acomptes sur dividendes distribués au titre de l'exercice en cours, en retenant une hypothèse plus élevée de croissance des effectifs au-delà de 2024 et en neutralisant les revenus des co-investissements et du *carried interest* (ii) et en tenant compte des fonds propres réglementaires minimum requis² ;
- ✓ la valeur terminale a été estimée par capitalisation du flux 2026, en retenant un taux de croissance à long terme dans une fourchette de 1,5% à 2,5% ;
- ✓ les flux de dividendes et la valeur terminale ont été actualisés au coût des fonds propres estimé et déterminé par référence à la méthode du MEDAF, avec un taux sans risque et une prime de risque corrigée d'un Bêta déterminé à partir des Bêtas observés sur l'échantillon de sociétés de gestion cotées retenu ci-après. Ces paramètres m'ont conduit à retenir un taux de 8,14% ; une analyse de sensibilité de la valeur a été effectuée en retenant un taux compris dans une fourchette de 7,4% à 8,9%.

Cette fourchette de coûts des fonds propres estimés s'inscrit dans la fourchette plus large des taux retenus par les analystes qui suivent les sociétés du secteur, étant observé que ces derniers ne distinguent pas systématiquement le taux applicable aux résultats issus des frais de gestion de ceux issus des investissements (co-investissement et *carried interest*) qui présentent un niveau de risque de réalisation beaucoup plus élevé. Je rappelle que, dans l'approche que j'ai retenue, les revenus potentiels afférents aux co-investissements et au *carried interest* ont été neutralisés.

Sur la base de ces travaux, les résultats obtenus, qui reposent essentiellement sur les perspectives appréhendées par le management du groupe ANTIN, confortent la valeur indicative de référence du groupe ANTIN retenue. Néanmoins, je rappelle que le prix d'introduction constituera la référence de valeur la plus pertinente.

2.4.2.2.3. Application de multiples aux agrégats prévisionnels

Afin d'apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN, j'ai constitué un échantillon restreint de sociétés de gestion de fonds (gestion alternative), en excluant celles portant à leur bilan des investissements représentant une part significative de leur valeur et/ou ayant des frais de gestion ne représentant pas plus de 50% de leurs revenus et/ou avec des taux de marge d'EBITDA s'écartant significativement de ceux du groupe ANTIN.

² Les sociétés de gestion ont réglementairement l'obligation de maintenir des capitaux propres au moins égaux à un seuil, fonction du niveau d'actifs sous gestion et du montant des charges opérationnelles.

L'échantillon retenu est le suivant :

- **APOLLO GLOBAL MANAGEMENT PLC (APO)**, société fondée en 1990, dont le siège est à New York et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'actifs sous gestion (ci-après « AUM ») de l'ordre de 471,8 MdsUSD et une capitalisation boursière de 28,16 MdsUSD ;
- **ARES MANAGEMENT CORP (ARES)**, société fondée en 1997, dont le siège est à Los Angeles et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 247,9 MdsUSD et une capitalisation boursière de 21,48 MdsUSD ;
- **EQT AB (EQT.ST)**, société fondée en 1994, dont le siège est à Stockholm et les actions inscrites à la bourse de Stockholm (OMX NASDAQ), qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 71,3 Mds€ et une capitalisation boursière de 41,78 Mds€ ;
- **HAMILTON LANE (HLNE)**, société fondée en 1991, dont le siège est en Pennsylvanie (USA) et les actions cotées au NASDAQ, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 42,76 MdsUSD et une capitalisation boursière de 4,72 MdsUSD ;
- **PARTNERS GROUP HOLDING AG (PGHN)**, société fondée en 1996, dont le siège est à Baar (Suisse) et les actions inscrites au Swiss Stock Exchange, qui a un portefeuille de l'ordre de 119 MdsUSD d'AUM et une capitalisation boursière de 42,61 MdsCHF ;
- **THE BLACKSTONE GROUP (BX)**, société fondée en 1985, dont le siège est à New York et les actions inscrites au NYSE, qui a un portefeuille d'AUM de l'ordre de 684 MdsUSD et une capitalisation boursière de 146,38 MdsUSD ;
- **THE CARLYLE GROUP (CG)**, société créée sous sa forme actuelle en 2011, dont le siège est sis dans l'État du Delaware (USA) et les actions inscrites au NASDAQ, qui a un portefeuille d'AUM d'environ 275,88 MdsUSD et une capitalisation boursière de 17,18 MdsUSD.

Les multiples de valorisation estimés de ces sociétés, sur la base de leurs cours moyens (1 mois) au 13 septembre 2021, sont les suivants :

	EV/EBITDA			P/E		
	2021(e)	2022(e)	2023(e)	2021(e)	2022(e)	2023(e)
Apollo Global Management Inc.	19,7	22,4	15,5	16,0	16,7	14,5
Ares Management Corp.	32,1	32,9	23,0	29,6	22,0	17,4
EQT AB	45,2	47,8	32,9	54,3	46,3	42,7
Hamilton Lane Inc.	31,7	28,2	23,7	30,0	28,8	25,3
Partners Group Holding AG	34,1	31,9	28,5	42,5	36,7	33,1
The Blackstone Group Inc.	30,9	27,1	24,2	32,9	32,3	23,6
The Carlyle Group L.P.	17,4	14,0	12,2	19,8	14,3	12,8
Moyenne	30,2	29,2	22,9	32,1	28,1	24,2
Médiane	31,7	28,2	23,7	30,0	28,8	23,6

Sources : Infront Analytics/consensus factset

Communication financière des sociétés

Le multiple de résultat net (*Price earnings* ou *P/E*) est le multiple le plus souvent utilisé par les analystes dans ce secteur d'activité.

En appliquant ces multiples moyens et médians aux agrégats du groupe ANTIN pour les années 2021(e), 2022(e) et 2023(e), tel que ressortant du business plan du management, la valeur induite du groupe ANTIN s'établit dans une fourchette très large. Néanmoins, la fourchette de valeurs obtenue encadre la valeur indicative de référence du groupe ANTIN.

2.4.2.2.4. Synthèse des observations

Les deux approches retenues pour apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN reposent sur des données futures estimées par le management, qui anticipe une croissance de l'activité et des résultats, dans le prolongement de celle constatée ces dernières années, qui devra néanmoins se vérifier.

Tel que mentionné précédemment, le maintien de la performance délivrée aux investisseurs par le groupe ANTIN, le respect du rythme d'investissement et de levée des fonds successifs et plus généralement l'évolution des conditions de marché sont les principaux facteurs susceptibles d'influer sur les résultats futurs.

Dans les années à venir, le maintien de l'équipe en place et ses compétences, le recrutement de nouveaux talents et le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, seront également déterminants.

Par ailleurs, les performances futures pourront intégrer des résultats complémentaires liés aux co-investissements et aux *carried interest*, qui présentent un niveau de risque de réalisation beaucoup plus élevé. Je rappelle que dans mon approche j'ai exclu ces revenus potentiels.

Il est rappelé que la valeur définitive des apports sera fixée par les acteurs de marché à l'issue du processus d'introduction en bourse et constituera la référence de valeur la plus pertinente.

2.5. Valeur globale des apports

Je rappelle que les apports effectués par les apporteurs personnes morales, qui représentent 58,74% du capital d'AIP SAS, sont effectués à leur valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés, soit un montant de 2.228.423,59 €. Elles correspondent à des valeurs historiques très significativement inférieures à leur valeur économique.

Pour les apports effectués par les personnes physiques, qui représentent 41,26% du capital d'AIP SAS, ils seront effectués à leur valeur réelle par référence au prix d'introduction en bourse qui sera fixé à la date de réalisation de l'opération et reste la référence de valeur la plus pertinente.

Si la fourchette indicative de prix a été fixée en considération des retours des investisseurs à l'issue du PDIE³, il ne peut pas être totalement exclu que le prix d'introduction s'établisse en dessous de la borne inférieure de la fourchette indicative.

Néanmoins, au regard des proportions respectives d'apports effectués en valeur comptable et en valeur réelle susvisées, le scénario suivant lequel la valeur globale des apports, soit 799.667.766,59 €, devienne supérieure à la valeur économique de 100% d'AIP SAS, telle qu'elle ressortira du prix d'introduction, est improbable⁴.

Par conséquent, à l'issue de mes travaux, dans le contexte de cette opération, je n'ai pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause la valeur globale d'apport retenue.

³ Cf. paragraphe 2.4.2.1.

⁴ Pour que la valeur économique des apports, telle que résultant du prix d'introduction devienne inférieure à la valeur globale des apports telle qu'inscrite dans le contrat d'apport, cela suppose une décote de plus de 58% par rapport à la borne inférieure de la fourchette indicative.

3. SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

Cette opération d'apport constitue une réorganisation juridique préalable au projet d'introduction en bourse d'AIP SA devant lui permettre de détenir 100% du capital des deux sociétés AIP SAS et AIP UK détenues à ce jour par les associés des sociétés de gestion, qui sont également, et dans les mêmes proportions, les actionnaires d'AIP SA.

S'agissant des apports effectués par les personnes morales, qui représentent 58,74% du capital d'AIP SAS, ils sont effectués à leur valeur nette comptable dans les livres de ces sociétés, soit un montant total de 2.228.423,59 €. Ces valeurs historiques sont très significativement inférieures à leur valeur économique.

S'agissant des apports effectués par les personnes physiques, les parties ont décidé de retenir comme référence de valeur la quote-part de valeur attribuable à AIP SAS au sein du groupe ANTIN, induite par le prix d'introduction en bourse qui sera fixé le jour de la réalisation de l'apport par les acteurs de marché et constituera la référence de valeur la plus pertinente.

Ce prix n'étant pas connu à ce jour, la valeur estimée inscrite dans le contrat d'apport correspond à la borne inférieure de la fourchette indicative de prix d'introduction.

Les approches que j'ai retenues pour apprécier la valeur attribuable au groupe ANTIN m'ont conduit à déterminer des fourchettes de valeurs qui encadrent la valeur induite par la borne inférieure de la fourchette de prix.

Ces fourchettes de valeurs reposent sur des données futures estimées par le management, qui anticipent une croissance de l'activité et des résultats, dans le prolongement de celle constatée ces dernières années, qui devra néanmoins se vérifier.

En particulier, le maintien de la performance délivrée par le groupe ANTIN aux investisseurs, le respect du rythme d'investissement des fonds et de levée des fonds successifs et plus généralement l'évolution des conditions de marché sont les principaux facteurs susceptibles d'influer sur les résultats futurs.

A moyen terme, le maintien de l'équipe en place et ses compétences, le recrutement de nouveaux talents et le remplacement des personnes clés incluant les fondateurs, lorsque ces dernières seront amenées à se retirer, seront également déterminants.

Il ne peut pas être totalement exclu que le prix d'introduction s'établisse en dessous de la borne inférieure de la fourchette indicative. Néanmoins, au regard des proportions respectives d'apports effectués en valeur comptable et en valeur réelle, le scénario suivant lequel la valeur globale des apports, soit 799.667.766,59 €, devienne supérieure à la valeur économique de 100% d'AIP SAS, telle qu'elle ressortira du prix d'introduction fixé, est improbable.

En l'absence de prix d'introduction fixé, la valeur des apports ne pourra pas être définitivement arrêtée et, en conséquence, l'opération d'apport ne pourra pas être réalisée.

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur des apports retenue s'élevant à 799.667.766,59 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire, majorée de la prime d'émission.

Fait à Paris, le 14 septembre 2021,

Le commissaire aux apports désigné en application
de l'article L. 225-147 du Code de commerce

Eric LE FICHOUX
Commissaire aux comptes
Expert près la Cour d'appel de Paris

ANNEX 2 - CROSS REFERENCE TABLE

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
SECTION 1	PERSONS RESPONSIBLE, THIRD PARTY INFORMATION, EXPERTS' REPORTS AND COMPETENT AUTHORITY APPROVAL	1	9	4
Item 1.1	Identify all persons responsible for the information or any parts of it, given in the registration document with, in the latter case, an indication of such parts. In the case of natural persons, including members of the issuer's administrative, management or supervisory bodies, indicate the name and function of the person; in the case of legal persons indicate the name and registered office.	1.1	9	4
Item 1.2	A declaration by those responsible for the registration document that to the best of their knowledge, the information contained in the registration document is in accordance with the facts and that the registration document makes no omission likely to affect its import. Where applicable, a declaration by those responsible for certain parts of the registration document that, to the best of their knowledge, the information contained in those parts of the registration document for which they are responsible is in accordance with the facts and that those parts of the registration document make no omission likely to affect their import.	1.2	9	4
Item 1.3	Where a statement or report attributed to a person as an expert, is included in the registration document, provide the following details for that person: (a) name; (b) business address; (c) qualifications; (d) material interest if any in the issuer. If the statement or report has been produced at the issuer's request, state that such statement or report has been included in the registration document with the consent of the person who has authorised the contents of that part of the registration document for the purpose of the prospectus.	1.3	9	4
Item 1.4	Where information has been sourced from a third party, provide a confirmation that this information has been accurately reproduced and that as far as the issuer is aware and is able to ascertain from information published by that third party, no facts have been omitted which would render the reproduced information inaccurate or misleading. In addition, identify the source(s) of the information.	1.4	9	4
Item 1.5	A statement that: (a) the [registration document/prospectus] has been approved by the [name of the competent authority], as competent authority under Regulation (EU) 2017/1129; (b) the [name of competent authority] only approves this [registration document/prospectus] as meeting the standards of completeness, comprehensibility and consistency imposed by Regulation (EU) 2017/1129; (c) such approval should not be considered as an	1.5	9	4

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	endorsement of the issuer that is the subject of this [registration document/prospectus].			
SECTION 2	STATUTORY AUDITORS	2	10	-
Item 2.1	Names and addresses of the issuer’s auditors for the period covered by the historical financial information (together with their membership in a professional body).	2.1	10	-
Item 2.2	If auditors have resigned, been removed or have not been re-appointed during the period covered by the historical financial information, indicate details if material.	2.2	10	-
SECTION 3	RISK FACTORS	3	11-34	-
Item 3.1	A description of the material risks that are specific to the issuer, in a limited number of categories, in a section headed ‘Risk Factors’. In each category, the most material risks, in the assessment undertaken by the issuer, offeror or person asking for admission to trading on a regulated market, taking into account the negative impact on the issuer and the probability of their occurrence shall be set out first. The risks shall be corroborated by the content of the registration document.	3	11-34	-
SECTION 4	INFORMATION ABOUT THE ISSUER	4	45	-
Item 4.1	The legal and commercial name of the issuer.	4.1	45	-
Item 4.2	The place of registration of the issuer, its registration number and legal entity identifier (‘LEI’).	4.2	45	-
Item 4.3	The date of incorporation and the length of life of the issuer, except where the period is indefinite.	4.3	45	-
Item 4.4	The domicile and legal form of the issuer, the legislation under which the issuer operates, its country of incorporation, the address, telephone number of its registered office (or principal place of business if different from its registered office) and website of the issuer, if any, with a disclaimer that the information on the website does not form part of the prospectus unless that information is incorporated by reference into the prospectus.	4.4	45	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
SECTION 5	BUSINESS OVERVIEW	5	46-82	-
Item 5.1	Principal activities	5.2	57-58	-
Item 5.1.1	A description of, and key factors relating to, the nature of the issuer's operations and its principal activities, stating the main categories of products sold and/or services performed for each financial year for the period covered by the historical financial information;	5.5	60-66	-
Item 5.1.2	An indication of any significant new products and/or services that have been introduced and, to the extent the development of new products or services has been publicly disclosed, give the status of their development.	5.9.2	79-80	-
Item 5.2	Principal markets A description of the principal markets in which the issuer competes, including a breakdown of total revenues by operating segment and geographic market for each financial year for the period covered by the historical financial information.	5.1	46-56	-
Item 5.3	The important events in the development of the issuer's business.	5.3	58	-
Item 5.4	Strategy and objectives A description of the issuer's business strategy and objectives, both financial and non-financial (if any). This description shall take into account the issuer's future challenges and prospects.	5.9	79-80	-
Item 5.5	If material to the issuer's business or profitability, summary information regarding the extent to which the issuer is dependent, on patents or licences, industrial, commercial or financial contracts or new manufacturing processes.	Not applicable	Not applicable	Not applicable
Item 5.6	The basis for any statements made by the issuer regarding its competitive position.	3.1.1.8 5.1.5	16 54	-
Item 5.7	Investments	5.10	81-82	-
Item 5.7.1	A description, (including the amount) of the issuer's material investments for each financial year for the period covered by the historical financial information up to the date of the registration document.	5.10.1	81	-
Item 5.7.2	A description of any material investments of the issuer that are in progress or for which firm commitments have already been made, including the geographic distribution of these investments (home and abroad) and the method of financing (internal or external).	5.10.2	82	-
Item 5.7.3	Information relating to the joint ventures and undertakings in which the issuer holds a proportion of the capital likely to have a significant effect on the assessment of its own assets and liabilities, financial position or profits and losses.	5.10.4	82	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
Item 5.7.4	A description of any environmental issues that may affect the issuer's utilisation of the tangible fixed assets.	3.1.2.4	22-23	
SECTION 6	ORGANISATIONAL STRUCTURE	6	83-89	5-9
Item 6.1	If the issuer is part of a group, a brief description of the group and the issuer's position within the group. This may be in the form of, or accompanied by, a diagram of the organisational structure if this helps to clarify the structure.	6.1	83-86	5-9
Item 6.2	A list of the issuer's significant subsidiaries, including name, country of incorporation or residence, the proportion of ownership interest held and, if different, the proportion of voting power held.	6.2	87-89	-
SECTION 7	OPERATING AND FINANCIAL REVIEW	7	90-116	-
Item 7.1	Financial condition			-
Item 7.1.1	To the extent not covered elsewhere in the registration document and to the extent necessary for an understanding of the issuer's business as a whole, a fair review of the development and performance of the issuer's business and of its position for each year and interim period for which historical financial information is required, including the causes of material changes. The review shall be a balanced and comprehensive analysis of the development and performance of the issuer's business and of its position, consistent with the size and complexity of the business. To the extent necessary for an understanding of the issuer's development, performance or position, the analysis shall include both financial and, where appropriate, non-financial Key Performance Indicators relevant to the particular business. The analysis shall, where appropriate, include references to, and additional explanations of, amounts reported in the annual financial statements.	7.2	91-109	-
Item 7.1.2	To the extent not covered elsewhere in the registration document and to the extent necessary for an understanding of the issuer's business as a whole, the review shall also give an indication of: (a) the issuer's likely future development; (b) activities in the field of research and development. The requirements set out in item 7.1 may be satisfied by the inclusion of the management report referred to in Articles 19 and 29 of Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council.	Not applicable	Not applicable	-
Item 7.2	Operating results	7.3	110-116	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
Item 7.2.1	Information regarding significant factors, including unusual or infrequent events or new developments, materially affecting the issuer's income from operations and indicate the extent to which income was so affected.	7.2.3 7.3	91-96 110-116	-
Item 7.2.2	Where the historical financial information discloses material changes in net sales or revenues, provide a narrative discussion of the reasons for such changes.	7.3	110-116	-
SECTION 8	CAPITAL RESOURCES	8	117-122	-
Item 8.1	Information concerning the issuer's capital resources (both short term and long term).	8.3	121	-
Item 8.2	An explanation of the sources and amounts of and a narrative description of the issuer's cash flows.	8.2	117-120	-
Item 8.3	Information on the borrowing requirements and funding structure of the issuer.	8.3.2 8.4	121	-
Item 8.4	Information regarding any restrictions on the use of capital resources that have materially affected, or could materially affect, directly or indirectly, the issuer's operations.	8.3	121	-
Item 8.5	Information regarding the anticipated sources of funds needed to fulfil commitments referred to in item 5.7.2	8.3.1 5.10.2	121 82	-
SECTION 9	REGULATORY ENVIRONMENT	9	123-128	-
Item 9.1	A description of the regulatory environment that the issuer operates in and that may materially affect its business, together with information regarding any governmental, economic, fiscal, monetary or political policies or factors that have materially affected, or could materially affect, directly or indirectly, the issuer's operations.	9	123-128	-
SECTION 10	TREND INFORMATION	10	129-130	-
Item 10.1	A description of: (a) the most significant recent trends in production, sales and inventory, and costs and selling prices since the end of the last financial year to the date of the registration document; (b) any significant change in the financial performance of the group since the end of the last financial period for which financial information has been published to the date of the registration document, or provide an appropriate negative statement.	10.1	129	-
Item 10.2	Information on any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the issuer's prospects for at least the	10.2	129	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	current financial year.			
SECTION 11	PROFIT FORECASTS OR ESTIMATES	11	131-132	-
Item 11.1	Where an issuer has published a profit forecast or a profit estimate (which is still outstanding and valid) that forecast or estimate shall be included in the registration document. If a profit forecast or profit estimate has been published and is still outstanding, but no longer valid, then provide a statement to that effect and an explanation of why such forecast or estimate is no longer valid. Such an invalid forecast or estimate is not subject to the requirements in items 11.2 and 11.3.	11.1	131	-
Item 11.2	Where an issuer chooses to include a new profit forecast or a new profit estimate, or a previously published profit forecast or a previously published profit estimate pursuant to item 11.1, the profit forecast or estimate shall be clear and unambiguous and contain a statement setting out the principal assumptions upon which the issuer has based its forecast, or estimate. The forecast or estimate shall comply with the following principles: (a) there must be a clear distinction between assumptions about factors which the members of the administrative, management or supervisory bodies can influence and assumptions about factors which are exclusively outside the influence of the members of the administrative, management or supervisory bodies; (b) the assumptions must be reasonable, readily understandable by investors, specific and precise and not relate to the general accuracy of the estimates underlying the forecast; (c) in the case of a forecast, the assumptions shall draw the investor's attention to those uncertain factors which could materially change the outcome of the forecast.	11.2	132	-
Item 11.3	The prospectus shall include a statement that the profit forecast or estimate has been compiled and prepared on a basis which is both: (a) comparable with the historical financial information; (b) consistent with the issuer's accounting policies.	11.3	132	-
SECTION 12	ADMINISTRATIVE, MANAGEMENT AND SUPERVISORY BODIES AND SENIOR MANAGEMENT	12	133-149	10
Item 12.1	Names, business addresses and functions within the issuer of the following persons and an indication of the principal activities performed by them outside of that issuer where these are significant with respect to that issuer: (a) members of the administrative, management or supervisory bodies;	12.1	133-147	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	<p>(b) partners with unlimited liability, in the case of a limited partnership with a share capital;</p> <p>(c) founders, if the issuer has been established for fewer than five years;</p> <p>(d) any senior manager who is relevant to establishing that the issuer has the appropriate expertise and experience for the management of the issuer's business.</p> <p>Details of the nature of any family relationship between any of the persons referred to in points (a) to (d). In the case of each member of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer and of each person referred to in points (b) and (d) of the first subparagraph, details of that person's relevant management expertise and experience and the following information:</p> <p>(a) the names of all companies and partnerships where those persons have been a member of the administrative, management or supervisory bodies or partner at any time in the previous five years, indicating whether or not the individual is still a member of the administrative, management or supervisory bodies or partner. It is not necessary to list all the subsidiaries of an issuer of which the person is also a member of the administrative, management or supervisory bodies;</p> <p>(b) details of any convictions in relation to fraudulent offences for at least the previous five years;</p> <p>(c) details of any bankruptcies, receiverships, liquidations or companies put into administration in respect of those persons described in points (a) and (d) of the first subparagraph who acted in one or more of those capacities for at least the previous five years;</p> <p>(d) details of any official public incrimination and/or sanctions involving such persons by statutory or regulatory authorities (including designated professional bodies) and whether they have ever been disqualified by a court from acting as a member of the administrative, management or supervisory bodies of an issuer or from acting in the management or conduct of the affairs of any issuer for at least the previous five years.</p> <p>If there is no such information required to be disclosed, a statement to that effect is to be made.</p>			
Item 12.2	<p>Administrative, management and supervisory bodies and senior management conflicts of interests Potential conflicts of interests between any duties to the issuer, of the persons referred to in item 12.1, and their private interests and or other duties must be clearly stated. In the event that there are no such conflicts, a statement to that effect must be made. Any arrangement or understanding with major shareholders, customers, suppliers or others, pursuant to which any person referred to in item 12.1 was selected as a member of the administrative, management or supervisory bodies or member of senior management. Details of any restrictions agreed by the persons referred to in item 12.1 on the disposal within a certain period of time of their holdings in the issuer's securities.</p>	12.2	148-149	10

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
SECTION 13	REMUNERATION AND BENEFITS	13	150-157	-
Item 13.1	The amount of remuneration paid (including any contingent or deferred compensation), and benefits in kind granted to such persons by the issuer and its subsidiaries for services in all capacities to the issuer and its subsidiaries by any person. That information must be provided on an individual basis unless individual disclosure is not required in the issuer's home country and is not otherwise publicly disclosed by the issuer.	13.1 13.2 13.3 13.4	150-155	-
Item 13.2	The total amounts set aside or accrued by the issuer or its subsidiaries to provide for pension, retirement or similar benefits.	13.5-13.6	156-157	-
SECTION 14	BOARD PRACTICES	14	158-162	-
	In relation to the issuer's last completed financial year, and unless otherwise specified, with respect to those persons referred to in point (a) of the first subparagraph of item 12.1.			
Item 14.1	Date of expiration of the current term of office, if applicable, and the period during which the person has served in that office.	14.1 12.1.1	158 133	-
Item 14.2	Information about members of the administrative, management or supervisory bodies' service contracts with the issuer or any of its subsidiaries providing for benefits upon termination of employment, or an appropriate statement to the effect that no such benefits exist.	14.2	158	-
Item 14.3	Information about the issuer's audit committee and remuneration committee, including the names of committee members and a summary of the terms of reference under which the committee operates.	14.3	158-160	-
Item 14.4	A statement as to whether or not the issuer complies with the corporate governance regime(s) applicable to the issuer. In the event that the issuer does not comply with such a regime, a statement to that effect must be included together with an explanation regarding why the issuer does not comply with such regime.	14.4	161	-
Item 14.5	Potential material impacts on the corporate governance, including future changes in the board and committees composition (in so far as this has been already decided by the board and/or shareholders meeting).	14.5	161	-
SECTION 15	EMPLOYEES	15	163-167	-
Item 15.1	Either the number of employees at the end of the period or the average for each financial year for the period covered by the historical financial information up to the date of the registration document (and changes in such numbers, if material) and, if possible and material, a breakdown of persons employed by main category of activity and	15.1	163-166	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	geographic location. If the issuer employs a significant number of temporary employees, include disclosure of the number of temporary employees on average during the most recent financial year.			
Item 15.2	Shareholdings and stock options With respect to each person referred to in points (a) and (d) of the first subparagraph of item 12.1 provide information as to their share ownership and any options over such shares in the issuer as of the most recent practicable date.	15.2	167	-
Item 15.3	Description of any arrangements for involving the employees in the capital of the issuer.	15.3	167	-
SECTION 16	MAJOR SHAREHOLDERS	16	168-170	11
Item 16.1	In so far as is known to the issuer, the name of any person other than a member of the administrative, management or supervisory bodies who, directly or indirectly, has an interest in the issuer's capital or voting rights which is notifiable under the issuer's national law, together with the amount of each such person's interest, as at the date of the registration document or, if there are no such persons, an appropriate statement to that effect that no such person exists.	16.1	168	11
Item 16.2	Whether the issuer's major shareholders have different voting rights, or an appropriate statement to the effect that no such voting rights exist.	16.2	168	-
Item 16.3	To the extent known to the issuer, state whether the issuer is directly or indirectly owned or controlled and by whom and describe the nature of such control and describe the measures in place to ensure that such control is not abused.	16.3	169	-
Item 16.4	A description of any arrangements, known to the issuer, the operation of which may at a subsequent date result in a change in control of the issuer.	16.4	169	-
SECTION 17	RELATED PARTY TRANSACTIONS	17	171-174	-
Item 17.1	Details of related party transactions (which for these purposes are those set out in the Standards adopted in accordance with the Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council ⁽²⁾ , that the issuer has entered into during the period covered by the historical financial information and up to the date of the registration document, must be disclosed in accordance with the respective standard adopted under Regulation (EC) No 1606/2002 if applicable. If such standards do not apply to the issuer the following information must be disclosed: (a) the nature and extent of any transactions which are, as a single transaction or in their entirety, material to the issuer. Where such related party transactions are not concluded at arm's length provide an explanation of why these transactions were not concluded at arm's length. In the case of outstanding loans including	17.1	171-173	

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	<p>guarantees of any kind indicate the amount outstanding;</p> <p>(b) the amount or the percentage to which related party transactions form part of the turnover of the issuer.</p>			
SECTION 18	FINANCIAL INFORMATION CONCERNING THE ISSUER'S ASSETS AND LIABILITIES, FINANCIAL POSITION AND PROFITS AND LOSSES	18	175-179	12
Item 18.1	Historical financial information	18.1	175-176	12
Item 18.1.1	Audited historical financial information covering the latest three financial years (or such shorter period as the issuer has been in operation) and the audit report in respect of each year.	18.1	175-176	12
Item 18.1.2	<p>Change of accounting reference date</p> <p>If the issuer has changed its accounting reference date during the period for which historical financial information is required, the audited historical information shall cover at least 36 months, or the entire period for which the issuer has been in operation, whichever is shorter.</p>	18.1	175-176	12
Item 18.1.3	<p>Accounting standards</p> <p>The financial information must be prepared according to International Financial Reporting Standards as endorsed in the Union based on Regulation (EC) No 1606/2002.</p> <p>If Regulation (EC) No 1606/2002 is not applicable, the financial information must be prepared in accordance with:</p> <p>(a) a Member State's national accounting standards for issuers from the EEA, as required by Directive 2013/34/EU;</p> <p>(b) a third country's national accounting standards equivalent to Regulation (EC) No 1606/2002 for third country issuers. If such third country's national accounting standards are not equivalent to Regulation (EC) No 1606/2002 the financial statements shall be restated in compliance with that Regulation.</p>	18.1	175-176	12
Item 18.1.4	<p>Change of accounting framework</p> <p>The last audited historical financial information, containing comparative information for the previous year, must be presented and prepared in a form consistent with the accounting standards framework that will be adopted in the issuer's next published annual financial statements having regard to accounting standards and policies and legislation applicable to such annual financial statements.</p> <p>Changes within the accounting framework applicable to an issuer do not require the audited financial statements to be restated solely for the purposes of the prospectus. However, if the issuer intends to adopt a new accounting standards framework in its next published financial statements, at least one complete set of financial statements (as defined by IAS 1 Presentation of Financial Statements as set out in Regulation (EC) No 1606/2002), including comparatives, must be presented in a form consistent with that which will be adopted in the issuer's next published annual financial</p>	18.1	175-176	12

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
	statements, having regard to accounting standards and policies and legislation applicable to such annual financial statements.			
Item 18.1.5	Where the audited financial information is prepared according to national accounting standards, it must include at least the following: (a) the balance sheet; (b) the income statement; (c) a statement showing either all changes in equity or changes in equity other than those arising from capital transactions with owners and distributions to owners; (d) the cash flow statement; (e) the accounting policies and explanatory notes.	18.1	175-176	12
Item 18.1.6	Consolidated financial statements If the issuer prepares both stand-alone and consolidated financial statements, include at least the consolidated financial statements in the registration document.	18.1	175-176	12
Item 18.1.7	Age of financial information The balance sheet date of the last year of audited financial information may not be older than one of the following: (a) 18 months from the date of the registration document if the issuer includes audited interim financial statements in the registration document; (b) 16 months from the date of the registration document if the issuer includes unaudited interim financial statements in the registration document.	18.1	175-176	12
Item 18.2	Interim and other financial information	18.2	177-178	-
Item 18.2.1	If the issuer has published quarterly or half-yearly financial information since the date of its last audited financial statements, these must be included in the registration document. If the quarterly or half-yearly financial information has been audited or reviewed, the audit or review report must also be included. If the quarterly or half-yearly financial information is not audited or has not been reviewed, state that fact. If the registration document is dated more than nine months after the date of the last audited financial statements, it must contain interim financial information, which may be unaudited (in which case that fact must be stated) covering at least the first six months of the financial year. Interim financial information prepared in accordance with the requirements of Regulation (EC) No 1606/2002. For issuers not subject to Regulation (EC) No 1606/2002, the interim financial information must include comparative statements for the same period in the prior financial year, except that the requirement for comparative balance sheet information may be satisfied by presenting the year's end balance sheet in accordance with the applicable financial reporting framework.	18.2	177-178	-

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
Item 18.3	Auditing of historical annual financial information	18.3	179	
Item 18.3.1	<p>The historical annual financial information must be independently audited. The audit report shall be prepared in accordance with the Directive 2014/56/EU of the European Parliament and Council ⁽³⁾ and Regulation (EU) No 537/2014 of the European Parliament and of the Council ⁽⁴⁾.</p> <p>Where Directive 2014/56/EU and Regulation (EU) No 537/2014 do not apply:</p> <p>(a) the historical annual financial information must be audited or reported on as to whether or not, for the purposes of the registration document, it gives a true and fair view in accordance with auditing standards applicable in a Member State or an equivalent standard;</p> <p>(b) If audit reports on the historical financial information have been refused by the statutory auditors or if they contain qualifications, modifications of opinion, disclaimers or an emphasis of matter, such qualifications, modifications, disclaimers or emphasis of matter must be reproduced in full and the reasons given.</p>	18.3	179	-
Item 18.3.2	Indication of other information in the registration document that has been audited by the auditors.	18.3	179	-
Item 18.3.3	Where financial information in the registration document is not extracted from the issuer's audited financial statements state the source of the information and state that the information is not audited.	Not applicable	Not applicable	-
Item 18.4	Pro forma financial information	Not applicable	Not applicable	-
Item 18.4.1	<p>In the case of a significant gross change, a description of how the transaction might have affected the assets, liabilities and earnings of the issuer, had the transaction been undertaken at the commencement of the period being reported on or at the date reported.</p> <p>This requirement will normally be satisfied by the inclusion of pro forma financial information. This pro forma financial information is to be presented as set out in Annex 20 and must include the information indicated therein.</p> <p>Pro forma financial information must be accompanied by a report prepared by independent accountants or auditors.</p>	Not applicable	Not applicable	-
Item 18.5	Dividend policy	18.4	179	12
Item 18.5.1	A description of the issuer's policy on dividend distributions and any restrictions thereon. If the issuer has no such policy, include an appropriate negative statement.	18.4	179	12

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
Item 18.5.2	The amount of the dividend per share for each financial year for the period covered by the historical financial information adjusted, where the number of shares in the issuer has changed, to make it comparable.	18.4	179	12
Item 18.6	Legal and arbitration proceedings	18.5	179	-
Item 18.6.1	Information on any governmental, legal or arbitration proceedings (including any such proceedings which are pending or threatened of which the issuer is aware), during a period covering at least the previous 12 months which may have, or have had in the recent past significant effects on the issuer and/or group's financial position or profitability, or provide an appropriate negative statement.	18.5	179	-
Item 18.7	Significant change in the issuer's financial position	18.6	179	-
Item 18.7.1	A description of any significant change in the financial position of the group which has occurred since the end of the last financial period for which either audited financial statements or interim financial information have been published, or provide an appropriate negative statement.	18.6	179	-
SECTION 19	ADDITIONAL INFORMATION	19	180-189	13-14
Item 19.1	Share capital The information in items 19.1.1 to 19.1.7 in the historical financial information as of the date of the most recent balance sheet:	19.1	180-183	13-14
Item 19.1.1	The amount of issued capital, and for each class of share capital: (a) the total of the issuer's authorised share capital; (b) the number of shares issued and fully paid and issued but not fully paid; (c) the par value per share, or that the shares have no par value; and (d) a reconciliation of the number of shares outstanding at the beginning and end of the year. If more than 10 % of capital has been paid for with assets other than cash within the period covered by the historical financial information, state that fact.	19.1.1	180-183	13-14
Item 19.1.2	If there are shares not representing capital, state the number and main characteristics of such shares.	19.1.2	180-183	13-14
Item 19.1.3	The number, book value and face value of shares in the issuer held by or on behalf of the issuer itself or by subsidiaries of the issuer.	19.1.3	180-183	13-14
Item 19.1.4	The amount of any convertible securities, exchangeable securities or securities with warrants, with an indication of the conditions governing and the procedures for conversion, exchange or subscription.	19.1.4	180-183	13-14

Section	Content	Registration Document Section(s)	Registration Document Page(s)	Supplement to the Registration Document Page(s)
Item 19.1.5	Information about and terms of any acquisition rights and or obligations over authorised but unissued capital or an undertaking to increase the capital.	19.1.5	180-183	13-14
Item 19.1.6	Information about any capital of any member of the group which is under option or agreed conditionally or unconditionally to be put under option and details of such options including those persons to whom such options relate.	19.1.6	180-183	13-14
Item 19.1.7	A history of share capital, highlighting information about any changes, for the period covered by the historical financial information.	19.1.7	180-183	-
Item 19.2	Memorandum and Articles of Association	19.2	184-189	-
Item 19.2.1	The register and the entry number therein, if applicable, and a brief description of the issuer's objects and purposes and where they can be found in the up to date memorandum and articles of association.	19.2.1 21	184-189 192	-
Item 19.2.2	Where there is more than one class of existing shares, a description of the rights, preferences and restrictions attaching to each class.	19.2.3.2	184-189	-
Item 19.2.3	A brief description of any provision of the issuer's articles of association, statutes, charter or bylaws that would have an effect of delaying, deferring or preventing a change in control of the issuer.	19.2.5	184-189	-
SECTION 20	MATERIAL CONTRACTS	20	190-191	15
Item 20.1	A summary of each material contract, other than contracts entered into in the ordinary course of business, to which the issuer or any member of the group is a party, for the two years immediately preceding publication of the registration document. A summary of any other contract (not being a contract entered into in the ordinary course of business) entered into by any member of the group which contains any provision under which any member of the group has any obligation or entitlement which is material to the group as at the date of the registration document.	20	190-191	15
SECTION 21	DOCUMENTS AVAILABLE	21	192	16
Item 21.1	A statement that for the term of the registration document the following documents, where applicable, can be inspected: (a) the up to date memorandum and articles of association of the issuer; (b) all reports, letters, and other documents, valuations and statements prepared by any expert at the issuer's request any part of which is included or referred to in the registration document. An indication of the website on which the documents may be inspected.	21	192	16