



AVIS SUR LA VALEUR DE LA
SOCIÉTÉ LEADERLEASE AU
31/12/2016

Paris, le 13 avril 2017

Sommaire

I. LIMINAIRE	3
1. Cadre de la mission	3
2. Diligences et réserves	3
3. Plan du rapport.....	4
II. PRESENTATION DE LA SOCIETE LEADER LEASE	5
1. Rappel sur l'activité et l'organisation du Groupe	5
1.1 Activités du Groupe Gaussin	5
1.2 Organisation du Groupe	6
2. Présentation du rôle de la société Leaderlease.....	7
2.1 Les SCI.....	7
2.2 L'activité de location de machines	8
3. Présentation des comptes historiques de la société Leaderlease.....	8
3.1 Compte de résultat historique.....	8
4. Présentation de l'activité prévisionnelle de Leaderlease	10
4.1 Les grandes hypothèses de volume et de chiffre d'affaires	10
4.2 Prévisions concernant la société Leaderlease (location et immobilier).....	13
4.3 Prévisions concernant l'activité de location de matériels de Leaderlease	14
4.3.1. Prévisions de loyers reçus et de loyers payés : hypothèse basse	14
4.3.2. Prévisions de loyers reçus et de loyers payés : hypothèse basse	15
4.3.3. Intégration d'une pérennité de l'activité CES dans le prévisionnel.....	17
4.4 Prévisions concernant l'activité de location immobilière	17
III. VALORISATION DE LA SOCIETE LEADERLEASE	19
1. Choix des méthodes d'évaluation	19
2. Valorisation de Leaderlease par parties	20
2.1 Valorisation de l'activité de location de matériels	20
2.1.1. Choix de la méthode d'évaluation.....	20
2.1.2. Scénario bas (contrat CES uniquement).....	20
2.1.3. Prise en compte d'une hypothèse de pérennité de l'activité de location de matériels.....	22
2.2 Valorisation des bâtiments.....	23
2.2.1. Choix des méthodes d'évaluation	23
2.2.2. Hypothèses retenues pour l'évaluation	23
2.2.3. Application : valeur de l'immobilier.....	24
2.3 Valorisation des économies fiscales liées aux déficits reportables	24
2.3.1. Choix de la méthode d'évaluation.....	24
2.3.2. Hypothèses retenues pour l'évaluation	24
2.3.3. Application : valorisation des économies d'impôts	25
2.4 Dette nette de LeaderLease au 31/12/2016	26
2.5 Synthèse : valeur de Leaderlease au 31 décembre 2016.....	26
3. Approche globale de la valeur de Leaderlease.....	27
CONCLUSION	31

I. LIMINAIRE

1. Cadre de la mission

Ce rapport concerne la valorisation de la société Leaderlease, filiale du Groupe Gaussin.

2. Diligences et réserves

La présente évaluation a été réalisée à partir des informations et des documents communiqués par le Groupe Gaussin, notamment :

- les comptes consolidés du Groupe pour 2014 et 2015,
- les comptes de la société Leaderlease pour 2014, 2015 et 2016,
- les comptes des SCI détenues par Leaderlease pour 2014 et 2015,
- le rapport d'évaluation de l'immobilier des SCI rédigé par le Cabinet Galtier en 2011,
- les plans d'affaires du Groupe et de la société Leaderlease,

Nous avons, par ailleurs, visité le site d'Héricourt et avons rencontré à plusieurs occasions sur place et à Paris, Christophe Gaussin, Stéphane Hecky et Gilles Pernin.

Notre mission ne comportait pas, selon l'usage, l'audit des informations sur lesquelles a reposé notre travail.

Nous avons toutefois analysé en détail avec le Groupe la cohérence des plans prévisionnels au regard des données économiques (ventes historiques, carnet de commande, appels d'offres, ...), et techniques (état d'avancement de la gamme de produits, verrous technologiques à lever, ..) disponibles.

Cette étude a, par ailleurs, été réalisée en respectant les principes d'évaluation tels qu'ils sont aujourd'hui appliqués par la communauté financière, notamment dans le cadre des opérations de fusion acquisition, d'apports et de suivi des comptes.

3. Plan du rapport

Ce rapport comprend deux parties.

- la première partie est consacrée à la présentation de Leaderlease et de ses perspectives ;
- la seconde partie présente notre avis sur la valeur de cette société à fin décembre 2016.

II. PRESENTATION DE LA SOCIETE LEADER LEASE

1. Rappel sur l'activité et l'organisation du Groupe

1.1 Activités du Groupe Gaussin

Fondé en 1880, le Groupe Gaussin Manugistique (ci-après le « Groupe ») est historiquement spécialisé sur les remorques industrielles non motorisées.

Depuis 2006, le Groupe a axé sa stratégie sur l'audit des procédés de manutention et la réalisation de systèmes sur roues pour la mise en place et le transport de charges lourdes, volumineuses ou délicates.

Avec plus de 50 000 véhicules de manutention à travers le monde, le Groupe propose aujourd'hui des solutions globales de manutention innovantes.

Coté sur Nyse Alternext (Mnémo : ALGAU) depuis le 16 juin 2010 et basée en Haute-Saône, le Groupe cherche désormais à se développer à l'international, notamment sur les activités portuaires, en proposant à ses clients des produits brevetés, au rang desquels l'ATT, l'ATT Lift, l'AIV et l'AIV Lift et les docking stations, dotés d'une motorisation innovante, le Power Pack.

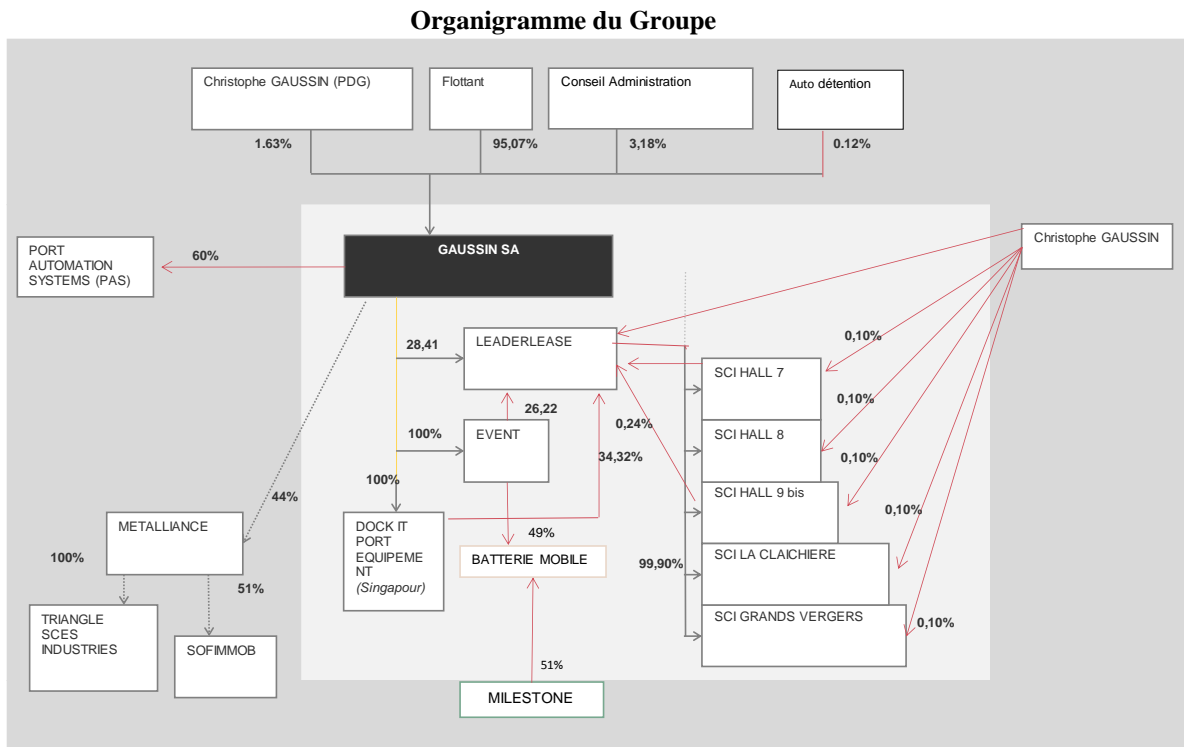
Le Groupe a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires de 6 m€. Ce faible niveau de chiffre d'affaires tient notamment au retard pris sur le programme Power Pack. La production de ce premier trimestre permet toutefois d'attendre une facturation de plus de 6 M€ à fin mars 2017 avec, en particulier, la facturation de 20 Power Pack à Monte Malo.

Sa capitalisation boursière au 20 mars 2017 (date de finalisation du rapport) s'établit à :

55 527 978 actions x 0.37 € = **20 545 351.86 €**

1.2 Organisation du Groupe

Le schéma ci-dessous présente l'organigramme actuel du Groupe.



Le Groupe détient donc directement et indirectement (par le biais de ses filiales à 100% Event et Dock It) : $28,41\% + 26,22\% + 34,32\% = 88,95\%$ de Leaderlease.

Le solde est détenu par Christophe Gaussin.

2. Présentation du rôle de la société Leaderlease

Leaderlease est cotée au Marché Libre d'Euronext Paris depuis juillet 2010. L'absence de flottant ne permet pas de se référer à la cotation pour valoriser cette société.

Leaderlease a deux activités :

- elle détient les parts de SCI, qui détiennent elle-même le foncier et l'immobilier du Groupe,
- elle a une activité opérationnelle de location de matériels.

2.1 Les SCI

Leaderlease détient les parts de 5 SCI :

- la SCI Hall 7,
- la SCI Hall 8,
- la SCI Hall 9bis,
- la SCI Grand Vergers,
- la SCI La Claichière (cette dernière ne détenant plus d'actifs fonciers).

Les SCI concernent les bâtiments industriels occupés par le Groupe et Event à Héricourt (70400).

Le tableau ci-dessous présente les surfaces des bâtiments des SCI Hall 7, 8 et 9 bis.

Surfaces louées par les SCI 7, 8 et 9bis

SCI	Surface (m ²)
Hall 7	1 576
Hall 8	1 711
Hall 9 Bis	1 180
Sous-total	4 467

La SCI Grands Vergers a été créée en 2014 pour acquérir un terrain de 4 hectares à Héricourt, situé « aux Guinnottes », sur lequel a été construit, en 2015, un site de démonstration pour les matériels conçus par le Groupe et, à terme, y installer une nouvelle usine d'assemblage des Power Packs.

2.2 L'activité de location de machines

Leaderlease est également spécialisée dans la gestion d'actifs en location et propose à ses clients des solutions de fleet management d'équipements lourds et de véhicules industriels (véhicules de manutention et automoteur).

Concernant cette activité, le BP qui nous a été communiqué repose sur le schéma suivant :

- Gaussin vend des machines à la société Monte Malo,
- Monte Malo loue ces machines à LeaderLease,
- LeaderLease reloue les machines à CES.

3. Présentation des comptes historiques de la société Leaderlease

3.1 Compte de résultat historique

Le tableau de la page suivante présente le compte de résultat consolidé de Leaderlease pour 2015 et 2016 (estimé).

Compte de résultat Leaderlease 2015 et 2016 (estimé)

En €	2015	2016
Total CA	883 360	934 000
Intra-groupe	883 360	934 000
Production immobilisée	(6 060)	-
Production de l'exercice	877 300	934 000
Achats consommés	(30 406)	-
Sous-location de matériels	(385 000)	(924 000)
Marge brute	461 894	10 000
Achats non stockés	(54 594)	(49 262)
Location et entretien	(25 026)	(18 909)
Etudes et sous-traitance	-	(30)
Assurances	(16 908)	(16 614)
Personnel extérieur	(56 140)	(103 173)
Personnel intérimaires	(18 437)	-
Honoraires	(80 473)	(83 854)
Déplacement, NDF, Réception	(1 252)	-
Frais Télécom & Cotisations diverses	(9 934)	(11 479)
Autres produits	(155)	29
Autres charges	(29 387)	(37 372)
Transfert de charges	(24 000)	15 041
Valeur ajoutée (VA)	145 589	(295 624)
Impôts et taxes	(69 848)	(156 303)
Charges de personnel	(216 952)	(278 338)
EBITDA	(141 211)	(730 265)
Reprise de provisions	(30 100)	24 102
Dotations aux amortissements	(421 524)	(587 251)
Dotations aux provisions	(112 121)	(18 833)
EBIT	(704 956)	(1 312 247)
Résultat financières	(99 203)	(85 278)
Résultat courant	(804 159)	(1 397 525)
Résultat exceptionnel	(35)	34 147
PV sur cession de titres	-	(81 146)
Résultat avant impôts	(804 194)	(1 444 524)
Impôts sur les sociétés (IS)	-	-
Résultat Net	(804 194)	(1 444 524)

Source : Groupe Gaussin et Sorgem Evaluation

Commentaires :

- en social, le CA de 2015 s'élève à 50 k€ avec un résultat d'exploitation de – 1751 k€ et un résultat net de – 1731 k€ contre – 861 k€ en 2015 ;
- en 2016, en social, les dividendes des filiales représentent 65 k€ contre 0 en 2015.

4. Présentation de l'activité prévisionnelle de Leaderlease

L'activité prévisionnelle de Leaderlease s'intègre dans celle du Groupe Gaussin. Nous présenterons donc successivement :

- les grandes hypothèses de volume et de CA du plan de développement du Groupe,
- les prévisions concernant la société Leaderlease (location et immobilier),
- les prévisions concernant l'activité de location de matériels de Leaderlease,
- les prévisions concernant son activité de location immobilière.

4.1 Les grandes hypothèses de volume et de chiffre d'affaires

Les tableaux ci-dessous présentent les prévisions de ventes par lignes de produits du plan d'affaires version « basse » du Groupe en k€ et en unités.

Ventes par lignes de produits en k€ (version « basse »)

CA - k€	2017	2018	2019	2020	2021
AAT	-	-	-	-	-
AGV	972	3 000	3 000	3 000	3 000
AIV	-	-	-	-	-
AIV Lift	-	-	-	-	-
ATM	3 172	3 605	4 944	8 034	10 094
ATT E	-	-	-	-	-
ATT Lift D	-	1 303	4 344	5 792	5 792
ATT Lift E	1 448	4 344	4 344	4 344	4 344
Docking Station	-	6 515	10 211	10 211	11 531
Etudes	170	100	100	100	100
FMS	-	-	10 000	-	-
MTO	6 350	8 280	9 320	11 050	13 150
Power Pack D	-	1 275	4 250	4 250	4 250
Power Pack E	4 803	2 820	2 740	4 110	4 160
Power Pack H	-	-	-	-	-
TT	2 298	4 040	420	420	420
Autres	1 262	300	390	600	800
CA Total	20 476	35 581	54 062	51 910	57 640
Croissance du CA		73,8%	51,9%	(4,0)%	11,0%

Source : Groupe Gaussin

Ventes par lignes de produits en unités (version « basse »)

Nombre unités	2017	2018	2019	2020	2021
AAT	-	-	-	-	-
AGV	2,0	5,0	5,0	5,0	5,0
AIV	-	-	-	-	-
AIV Lift	-	-	-	-	-
ATM	15,4	17,5	24,0	39,0	49,0
ATT E	-	-	-	-	-
ATT Lift D	-	4,5	15,0	20,0	20,0
ATT Lift E	5,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Docking Station	-	32,4	38,0	38,0	40,0
Etudes	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0
FMS	-	-	-	-	-
MTO	24,3	31,7	38,3	46,8	54,7
Power Pack D	-	15,0	50,0	50,0	50,0
Power Pack E	24,0	32,5	24,5	32,5	37,5
Power Pack H	-	-	-	-	-
TT	77,0	173,0	20,0	20,0	20,0

Source : groupe Gaussin

Commentaires

- le tableau en valeur correspond aux ventes de Gaussin ;
- le plan d'affaires détaillé du Groupe repose sur des hypothèses de ventes de matériels en distinguant les commandes signées, les appels d'offres auxquels le Groupe participe et pour lesquels il attend des réponses, des prévisions concernant les prospects identifiés, et des prévisions par lignes de produit, sans clients identifiés ;
- ces prévisions portent sur la période 2017 à 2021 ;
- à partir de ces prévisions de ventes, le Groupe envisage deux scénarii :
 - > un scénario « version basse » correspondant à un CA 2017 de 20,6 m€ (avec la location) et un objectif de CA en 2021 de 57,6 m€ ;
 - > un scénario plus « volontariste » correspondant à un CA de 36,4 m€ en 2017 et à un objectif de CA de 145,3 m€ pour 2021 ;

- aux prévisions de ventes ont été associés, ligne de produits par ligne de produits, des taux de marge correspondant soit à des taux constatés dans des commandes passées ou en cours, soit à des cotations réalisées par le Groupe ;
- les plans d'affaires intègrent ensuite des prévisions de charges et d'investissements ventilées par société.

Cette approche permet de disposer de plans d'affaires pour l'ensemble du Groupe et de plans d'affaires pour chaque société ;

- **il est à noter que, concernant l'activité de location, le plan d'affaire « version basse » ne tient compte que du contrat signé avec CES qui correspond aux ventes suivantes :**

Nombre unités	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
CES 99 - 4948/PP	2	20	40	80	100	80	60	40	20	442
CES 99 - 1516/CHARGEUR	1	5	10	20	25	20	15	10	5	111
PSA SINES	2	2	-	-	-	-	-	-	-	4
Total	5	27	50	100	125	100	75	50	25	557

PP = Power Pack

Source : Groupe Gaussin

4.2 Prévisions concernant la société Leaderlease (location et immobilier)

Le tableau ci-dessous présente le BP « version basse » de Leaderlease communiqué par le Groupe.

Plan d'affaires Leaderlease

Leaderlease - k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Total CA	2 406	4 184	5 484	6 785	8 086	6 859	5 284	4 006	2 728	1 449	1 366
Location de matériels	1 452	2 954	4 233	5 511	6 790	5 540	3 942	2 664	1 385	107	-
Intra-groupe	954	1 230	1 252	1 274	1 296	1 319	1 343	1 343	1 343	1 343	1 366
Production de l'exercice	2 406	4 184	5 484	6 785	8 086	6 859	5 284	4 006	2 728	1 449	1 366
Sous-location de matériels	(924)	(1 848)	(2 772)	(3 696)	(4 620)	(4 235)	(3 696)	(3 696)	(2 772)	(1 848)	(924)
Marge brute	1 482	2 336	2 712	3 089	3 466	2 624	1 588	310	(44)	(399)	442
% CA	61,6%	55,8%	49,5%	45,5%	42,9%	38,3%	30,1%	7,7%	-1,6%	-27,5%	32,4%
Achats non stockés	(46)	(47)	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)	(52)	(52)	(52)	(53)
Location et entretien	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
Assurances	(17)	(17)	(18)	(18)	(18)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(20)
Personnel extérieur	(80)	(61)	(62)	(64)	(65)	(66)	(68)	(68)	(68)	(68)	(69)
Honoraires	(58)	(35)	(36)	(36)	(37)	(38)	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
Frais Télécom & Cotisations	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Autres charges	(19)	(19)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
Valeur ajoutée (VA)	1 250	2 145	2 527	2 900	3 274	2 428	1 388	110	(245)	(600)	239
Impôts et taxes	(80)	(85)	(91)	(98)	(105)	(93)	(79)	(60)	(58)	(58)	(63)
Charges de personnel	(166)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)
EBITDA	1 005	1 977	2 353	2 719	3 086	2 252	1 227	(33)	(385)	(740)	93
Dot. aux amort.	(540)	(450)	(378)	(320)	(274)	(237)	(208)	(208)	(208)	(208)	(184)
EBIT	465	1 527	1 975	2 399	2 812	2 015	1 019	(241)	(593)	(948)	(91)

Source : Groupe Gaussin et Sorgem Evaluation

Commentaires

- ce plan d'affaires correspond à un chiffre d'affaires qui passe de 2,4 m€ en 2017 à 1.4 m€ en 2027 ;
- la ligne « location de matériels » correspond à la location des machines fabriquées par Gaussin et relouées à CES.

Comme il a été indiqué précédemment ce prévisionnel ne tient compte que du contrat CES. Le CA de location de matériels est donc nul à l'horizon 2027.

Cette hypothèse correspond à une demande des Commissaires aux Comptes.

A notre avis, la valeur de Leaderlease ne peut pas être réalisée uniquement par référence à cette hypothèse puisque celle-ci signifie que l'activité location de machines n'a aucune pérennité, ce qui est très pessimiste.

Dans ce rapport nous avons donc envisagé une seconde hypothèse incluant la pérennité de cette activité ;

- la ligne « Intra-groupe » correspond aux loyers facturés aux sociétés du Groupe pour l'immobilier ;
- en terme de marge, le plan retient un EBIT qui passe de 465 k€ en 2017 à -91 k€ en 2027 ;
- ce plan d'affaires correspond au scénario « version basse » du Groupe ;
- dans la suite de ce rapport nous avons modifié certains chiffres pour améliorer la cohérence de l'évolution des postes de charges associés à l'activité location immobilière. Nous avons aussi ajouté une année 2028 dans la mesure où l'exercice 2027 du tableau précédent inclut des loyers de machines sans recettes en face.

L'exercice 2028 que nous avons ajouté correspond à la seule activité de location immobilière.

4.3 Prévisions concernant l'activité de location de matériels de Leaderlease

4.3.1. Prévisions de loyers reçus et de loyers payés : hypothèse basse

Comme il a été indiqué précédemment, le plan d'affaires que nous avons utilisé ne tient compte que des machines louées à CES.

Le modèle économique de ce contrat est le suivant :

- Gaussin vend les machines à Monte Malo,
- Monte Malo loue les machines à Leaderlease,
- Leaderlease reloue les machines à CES.

Par ailleurs :

- les loyers payés à Monte Malo s'étalent sur 7 ans,
- alors que les loyers perçus de CES portent sur 5 ans.

Le tableau ci-dessous présente l'échéancier prévisionnel des loyers que percevra Leaderlease et des loyers qu'elle versera à Monte Malo.

k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total
Loyers CES	1 452	2 954	4 233	5 511	6 790	5 540	3 942	2 664	1 385	107	-	34 578
Loyers Monte Malo	(924)	(1 848)	(2 772)	(3 696)	(4 620)	(4 235)	(3 696)	(3 696)	(2 772)	(1 848)	(924)	(31 031)
Marge sur loyers	528	1 106	1 461	1 815	2 170	1 305	246	(1 033)	(1 387)	(1 741)	(924)	3 547

Source : Groupe Gaussin

Commentaires :

- le contrat CES correspond à un total de produits sur la période de 34 578 k€ pour un montant total de loyers versés à Monte Malo de 31 031 k€ ;
- il dégage donc, sur la période (hors impôts et hors charges de gestion du contrat), une marge cumulée pour Leaderlease de 3 547 k€ ;
- à cette marge s'ajoute, au niveau du groupe, la marge réalisée par Gaussin sur les ventes de machines à Monte Malo ;
- le fait de considérer uniquement le contrat CES dans le prévisionnel de Leaderlease revient, en pratique, à valoriser ce contrat et non l'activité location de matériels de Leaderlease.

4.3.2. Prévisions de loyers reçus et de loyers payés : hypothèse basse

Le tableau ci-après, construit avec l'assistance du groupe Gaussin, présente le compte de résultat prévisionnel de l'activité de location de matériels. Il repose sur l'affectation à cette activité d'une part des charges de fonctionnement de la société au prorata du chiffre d'affaires.

En pratique nous avons procédé comme suit ;

- nous avons affecté à l'activité de location immobilière les charges directes la concernant,
- en l'absence de charges directes concernant la location de matériels, nous avons ventilé les charges indirectes de Leaderlease entre les deux activités au prorata de leur poids dans le chiffre d'affaires.

Compte de résultat prévisionnel de l'activité de location de matériels (hypothèse basse)

Location de matériel - k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Chiffre d'affaires	1 452	2 954	4 233	5 511	6 790	5 540	3 942	2 664	1 385	107	-
% croissance CA	-	103,4%	43,3%	30,2%	23,2%	(18,4)%	(28,8)%	(32,4)%	(48,0)%	(92,3)%	(100,0)%
Sous-location de matériels	(924)	(1 848)	(2 772)	(3 696)	(4 620)	(4 235)	(3 696)	(3 696)	(2 772)	(1 848)	(924)
Autres charges	(259)	(219)	(239)	(259)	(276)	(258)	(229)	(192)	(146)	(21)	-
EBITDA	269	887	1 222	1 556	1 894	1 047	17	(1 224)	(1 533)	(1 763)	(924)
Marge d'EBITDA	18,5%	30,0%	28,9%	28,2%	27,9%	18,9%	0,4%	(46,0)%	(110,7)%	(1654,3)%	-
Dotations aux amort. & prov.	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)
EBIT	179	797	1 132	1 466	1 804	957	(73)	(1 314)	(1 623)	(1 853)	(1 014)
Marge d'EBIT	12,3%	27,0%	26,7%	26,6%	26,6%	17,3%	(1,9)%	(49,3)%	(117,1)%	(1738,8)%	-

Source : Groupe Gaussin + Sorgem Evaluation

Commentaires :

- pour être cohérent avec le périmètre de revenus retenu, il faut que les charges de fonctionnement imputées à l'activité de location de matériels se limitent aux seules charges de gestion du contrat CES ;
- or, même si le plan d'affaires a été construit dans cet esprit, il nous semble, en regard des chiffres, que le prévisionnel de Leaderlease inclue des charges qui dépassent cette simple gestion.

Les charges affectées au contrat représentent, en effet, environ 250 k€ par an au moins jusqu'en 2022, ce qui paraît très élevé pour la simple gestion d'un contrat. Au total ces charges représentent près de 2 M€, ne laissant donc qu'une marge nette cumulée sur le contrat de l'ordre de 1,5 M€ avant impôts ;

- à notre avis, ce constat justifie de valoriser le contrat en analysant la sensibilité des calculs au montant des charges de gestion.

4.3.3. Intégration d'une pérennité de l'activité CES dans le prévisionnel

Pour intégrer de manière simple et identifiable une pérennité de l'activité de location de matériels, nous avons fait l'hypothèse que LeaderLease était en mesure de signer, dans le futur, d'autres contrats du même type que celui de CES et aux mêmes conditions.

En pratique, nous avons considéré un programme de ce type tous les 3 ans à partir de 2021, et intégrer directement à la valeur de l'activité location de matériels, la VAN de ces projets.

4.4 Prévisions concernant l'activité de location immobilière

Le tableau ci-dessous présente le compte de résultat prévisionnel de l'activité de location immobilière de Leaderlease sur 2017 à 2021.

Compte de résultat prévisionnel de l'activité location immobilière

Location immobilière - k€	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	954	1 230	1 252	1 274	1 296
Charges	(219)	(141)	(121)	(111)	(105)
EBITDA	735	1 090	1 131	1 163	1 191
Marge d'EBITDA	77,1%	88,6%	90,3%	91,3%	91,9%
Dotations aux amort. & prov.	(450)	(360)	(288)	(230)	(184)
EBIT	285	730	843	932	1 007
Marge d'EBIT	29,9%	59,3%	67,3%	73,2%	77,7%

Source : Groupe Gaussin et Sorgem Evaluation

Commentaires

- Le tableau ci-après présente l'évolution des loyers pratiqués au sein du Groupe pour les différents biens immobiliers et fonciers :

Loyers historiques - k€	2012	2013	2014	2015	2016
Hall 7	163	181	175	185	212
Hall 8	211	234	227	227	228
Hall 9 Bis	167	185	181	181	184
Grands Vergers	-	-	-	200	200
Total	541	600	583	793	824

- le tableau ci-après présente les loyers au m² appliqués par les différentes SCI

	Loyers 2016 (k€)	m ²	Loyer/m ² (€)
Hall 7	212	1 576	135
Hall 8	228	1 711	133
Hall 9 Bis	184	1 180	156
Grands Vergers	200	4 000	50
Hall 9 Bis	824	8 467	97

Pour information, en 2012, Leaderlease a également cédé à des tiers, 2 halls (Hall 5 et 6), d'une surface de 4 206 m² à des tiers pour une valeur de 1,1 m€, soit un prix de 261 €/m².

III. VALORISATION DE LA SOCIETE LEADERLEASE

1. Choix des méthodes d'évaluation

Trois remarques peuvent être formulées :

- nous n'avons pas valorisé Leaderlease à partir de sa cotation boursière, le flottant étant très faible ;
- nous n'avons pas valorisé Leaderlease à partir de comparables boursiers ou de transactions. Ces méthodes auraient pu être appliquées à l'activité de location de matériels si cette activité n'était pas en démarrage ;
- nous avons valorisé Leaderlease en distinguant :
 - > l'activité de location de matériels. Pour cette activité nous avons retenu une approche DCF (Discounted Cash Flow) ;
 - > la valeur des bâtiments portés par les SCI. Pour cette activité, nous avons retenu la méthode de la valeur locative (pour les biens anciens) et celle des coûts historiques (pour les biens les plus récents, à savoir Grands Vergers) ;
 - > et la valeur des économies fiscales liées aux déficits reportables.
- nous avons aussi procédé à une valorisation globale de Leaderlease par la méthode des DCF.

2. Valorisation de Leaderlease par parties

2.1 Valorisation de l'activité de location de matériels

2.1.1. Choix de la méthode d'évaluation

L'activité de location de matériels a été valorisée avec la méthode des DCF. Dans cette approche, la valeur de l'activité correspond à la valeur actuelle des flux de trésorerie opérationnels de 2017 à 2027.

2.1.2. Scénario bas (contrat CES uniquement)

a) Hypothèses retenues pour l'évaluation (scénario bas)

Les hypothèses retenues pour l'évaluation peuvent être résumées comme suit :

- prévisions de chiffre d'affaires et de charges d'exploitation, selon les tableaux présentés dans la partie précédente ;
- dotations aux amortissements : 90 k€ sur la durée du plan d'affaires ;
- taux d'impôt : 33,33% ;
- taux d'actualisation : 7.5 %.

Nous avons considéré, sur la base d'une analyse des comparables et des modèles traditionnels d'évaluation des taux d'actualisation (MEDAF, WACC), que la valorisation du groupe Gaussin pouvait être faite avec un taux d'actualisation de 10,5 %.

L'évaluation concerne toutefois ici un seul contrat signé et pas une prévision incluant des nouveaux contrats. Cette situation justifie, comme il est d'usage, l'utilisation d'un taux d'actualisation décoté.

C'est dans ce contexte que nous avons retenu un taux de 7.5 % correspondant à une décote de 30 %. Ce taux reste élevé ce qui nous paraît justifié par l'aléa général qui pèse sur le groupe Gaussin.

Il faut noter que le taux de 7.5 % conduit, avec le BP, à une valeur plus basse que le taux de 10.5 % dans la mesure où l'échéancier du contrat CES fait apparaître des flux négatifs à partir de 2024. Le choix d'un taux d'actualisation de 7.5 % n'est donc pas une hypothèse volontariste.

b) Application : valeur de l'activité de location de matériels

Le tableau ci-après montre qu'avec les hypothèses retenues, la valeur actuelle de l'activité de location de matériels de Leaderlease (valeur du contrat CAS) ressort à **1.8 m€**.

Valeur de l'activité location de matériels de Leaderlease en k€ au 31 décembre 2016

k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	178,9	796,9	1 131,7	1 466,1	1 804,1	957,1	(73,5)	(1 314,3)	(1 622,5)	(1 852,5)	(1 014,0)
Impôt	(59,6)	(265,6)	(377,2)	(488,7)	(601,4)	(319,0)	24,5	438,1	540,8	617,5	338,0
NOPAT	119,3	531,3	754,4	977,4	1 202,7	638,1	(49,0)	(876,2)	(1 081,7)	(1 235,0)	(676,0)
+ DA	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
- Investissements	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BFR	27,0	49,0	32,0	11,0	338,0	244,0	132,0	35,0	(10,0)	(7,0)	-
% du CA	1,9%	1,7%	0,8%	0,2%	5,0%	4,4%	3,3%	1,3%	-0,7%	-6,5%	-
+/- Variation de BFR	(93,4)	(22,6)	17,2	21,2	(327,2)	93,7	112,2	97,0	45,4	(3,3)	(6,8)
Flux de trésorerie (FCF)	116	599	862	1089	966	822	153	-689	-946	-1148	-593
Période d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5
Coefficient d'actualisation (7.5%)	0,964	0,897	0,835	0,776	0,722	0,672	0,625	0,581	0,541	0,503	0,468
FCF actualisés	111,7	537,0	719,4	844,7	697,1	552,3	95,8	(400,4)	(512,0)	(577,6)	(277,4)
Somme des FCF actualisés	1 791										

Commentaires :

- comme nous l'avons déjà indiqué, cette valeur ne concerne que le contrat CES et non l'activité de location de matériels de Leaderlease puisqu'elle n'inclut aucun potentiel de nouveaux clients ;
- les calculs ont été faits en supposant que l'activité CES aurait un impôt sur les sociétés à payer ou générerait du crédit d'impôt. Le calcul ne tient donc pas compte du crédit d'impôt existant à ce jour et qui est de l'ordre de 10 M€ ;
- le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valeur au coût de gestion du contrat.

Pour faire cette analyse nous avons retenu des coûts de gestion représentant entre 0.5 % et 6 % du CA (équivalent aux montants du BP).

% du CA et K€	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
Marge totale du contrat avant charge	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5	3 546,5
Charge de gestion	(172,9)	(345,8)	(518,7)	(691,6)	(864,4)	(1 037,3)	(1 383,0)	(1 729,0)	(2 074,7)
Marge nette du contrat	3 373,6	3 200,7	3 027,8	2 854,9	2 682,1	2 509,2	2 163,5	1 817,5	1 471,8
Valeur du contrat	2 749,0	2 665,0	2 581,0	2 496,0	2 412,0	2 328,0	2 159,0	1 990,0	1 822,0

A notre avis, ces calculs montrent que la valeur du contrat CES est plus proche de 2.5 M€ que de 1.8 M€.

2.1.3. *Prise en compte d'une hypothèse de pérennité de l'activité de location de matériels*

Comme indiqué précédemment on a pris en considération cette pérennité en supposant que LeaderLease est en mesure de signer un contrat du type CES tous les 3 ans. S'agissant de prévisions, les calculs ont été faits avec un taux d'actualisation de 10.5 %.

Le tableau ci-dessous montre que cette hypothèse correspond à un complément de valeur d'environ **5.6 M€** portant l'ensemble de la valeur de l'activité de location de matériels à **8.1 M€**

En k€	2017	2021	2024	2027	2030	2033	2036	2039	2042
		4,5	7,5	10,5	13,5	16,5	19,5	22,5	25,5
Coefficient d'actualisation (10,5%)		0,638	0,473	0,351	0,260	0,193	0,143	0,106	0,078
VAN d'un contrat à T0		2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
VAN à ce jour		1,6	1,2	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2
VAN additionnelle		5,6							
VAN initiale		2,5							
Valeur de l'activité		8,1							

2.2 Valorisation des bâtiments

2.2.1. Choix des méthodes d'évaluation

Pour évaluer les bâtiments, quatre approches ont été envisagées :

- **première approche** : actualisation des informations contenues dans le rapport de Galtier de 2011. Dans ce rapport, les bâtiments sont valorisés à partir d'un coût de construction et d'une valeur locative calculée avec un loyer de 30 €/m² pour les Hall 7, 8 et 9 bis.

Nous n'avons pas retenu cette référence car ce loyer paraît faible au regard des références dont nous disposons ;

- **deuxième approche** : valorisation à partir des loyers réels. Nous n'avons pas retenu cette approche car ces loyers nous semblent supérieurs aux conditions de marché. Ces loyers sont en effet supérieurs ou égaux à 135€/m² (cf. supra) ;
- **troisième approche** : valorisation à partir des montants figurant dans les comptes. L'approche nous paraît pertinente pour les investissements réalisés récemment pour la construction de la zone du port (Grands Vergers), soit **2 284 k€**. Elle ne nous paraît pas pertinente pour les autres constructions qui sont anciennes ;
- **quatrième approche** : valeur locative à partir d'hypothèses de loyers de marché. En première approche nous avons valorisé les bâtiments (hors Grands Vergers) avec un loyer moyen au m² de **60 €** égal à deux fois celui du rapport Galtier et correspondant aux informations communiquées par Gilles Pernin sur les loyers de la région (fourchette de 40€-80€/m²).

2.2.2. Hypothèses retenues pour l'évaluation

Les hypothèses retenues pour l'évaluation peuvent être résumées comme suit :

- modèles d'évaluation : coût de construction pour Grands Vergers ; valeur locative « de marché » pour les autres constructions.

$$\text{Valeur locative} = \text{loyer annuel} \times (1 - \text{droit de mutation}) / \text{taux de rendement}$$

- taux de rendement de 11%. Ce taux est celui utilisé par Galtier. Selon les informations dont nous disposons il reste une référence pour ce type d'immobilier ;
- droit de mutation de 6,2% (selon rapport Galtier de 2011).

2.2.3. Application : valeur de l'immobilier

La valeur locative des Hall 7, 8 et 9 Bis s'écrit :

$$\text{Valeur locative} = 60 \text{ €} \times 4\,467 \text{ m}^2 \times (1-6,2\%)/11 \% = 2\,285\,480 \text{ €}$$

Le coût d'acquisition et de construction de Grands Vergers est, selon les informations qui nous ont été communiquées, de 2 284 k€.

Le coût de l'immobilier ressort ainsi à :

$$2\,285\,480 \text{ €} + 2\,283\,933 \text{ €} = 4\,569\,413 \text{ €} \text{ soit environ } \mathbf{4,6 \text{ m€}}$$

2.3 Valorisation des économies fiscales liées aux déficits reportables

2.3.1. Choix de la méthode d'évaluation

Leaderlease dispose d'un stock de 10 m€ de déficits reportables (cf. supra).

Si on considère, comme dans le plan d'affaires, qu'elle va être bénéficiaire, il faut valoriser ce stock. Cette valeur correspond à la valeur actuelle des économies d'impôt.

2.3.2. Hypothèses retenues pour l'évaluation

Les hypothèses retenues pour l'évaluation peuvent être résumées comme suit :

- évolution des résultats selon le plan d'affaires de la société Leaderlease,
- actualisation au coût des fonds propres de 11,5% (cf. annexe 1),
- taux d'impôt théorique de 33,33%.

2.3.3. Application : valorisation des économies d'impôts

Le tableau ci-après montre qu'avec les hypothèses précédentes, la valeur actuelle des crédits d'impôts de Leaderlease ressort à **2,1 m€**.

Valorisation des économies d'impôts

Déficits reportables - k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CA	2 406	4 184	5 484	6 785	8 086	6 859	5 284	4 006
EBIT	464	1 526	1 975	2 398	2 811	2 014	1 019	(241)
Charges d'intérêt	(40)	(25)	(17)	(10)	(3)	(2)	(1)	(0)
Résultat imposable - avant imputation déficit reportable	424	1 501	1 957	2 388	2 808	2 012	1 018	(241)
IDA - Début de période	10 000	9 576	8 325	6 847	5 153	3 249	1 743	734
(+) Déficit fiscal reportable - Augmentation	-	-	-	-	-	-	-	241
(-) Déficit fiscal reportable - Utilisation	(424)	(1 251)	(1 479)	(1 694)	(1 904)	(1 506)	(1 009)	-
Variation des déficits fiscaux reportables	(424)	(1 251)	(1 479)	(1 694)	(1 904)	(1 506)	(1 009)	241
(=) Stock d'IDA - Fin de période	9 576	8 325	6 847	5 153	3 249	1 743	734	974
Résultat imposable - après imputation	-	251	479	694	904	506	9	-
Impôt effectif	-	(84)	(160)	(231)	(301)	(169)	(3)	-
Impôt théorique	(141)	(500)	(652)	(796)	(936)	(671)	(339)	-
Economies fiscales	141	417	493	565	635	502	336	-
Période d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5
Coefficient d'actualisation	94,7%	84,9%	76,2%	68,3%	61,3%	54,9%	49,3%	44,2%
Economie fiscale actualisée	2 079							

Commentaires

- ce calcul tient compte des règles de plafonnement du report des déficits (1 m€ par an + 50 % du résultat dépassant 1 m€) ;
- les calculs sont fondés sur le plan d'affaires de la société Leaderlease sans modification ;
- les flux sont actualisés aux taux de rendement des fonds propres et non au coût du capital puisqu'il s'agit de flux après déduction des frais financiers ;
- on a considéré que le stock de crédit d'impôt était utilisable de 2017 à 2024. Il s'agit d'une simplification puisque dans le tableau, à la fin de l'année 2024, il reste un crédit d'impôt de l'ordre de 1 M€.

2.4 Dette nette de LeaderLease au 31/12/2016

Selon les informations qui nous ont été communiquées, la dette nette de Leaderlease s'élève au 31 décembre 2016 à **2 548 k€**.

Dette financière nette de Leaderlease au 31 décembre 2016	
Trésorerie	1 508
Disponibilités	1 508
Dette financière	(4 105)
Dette financière	(1 059)
Comptes courants groupe - part < 1 an	(2 997)
Dette financière nette	(2 548)

2.5 Synthèse : valeur de Leaderlease au 31 décembre 2016

Le tableau ci-dessous montre qu'avec cette dette nette et les évaluations précédentes, la valeur au 31 décembre 2016 des titres de Leaderlease est comprise entre 6.6 M€ et 12.2 M€ :

Leaderlease - k€	H1	H2
Location de matériels	2 500	8 100
Actifs SCI	4 569	4 569
Economies d'impôts	2 079	2 079
Valeur d'Entreprise (100%)	9 148	14 748
Dettes financières nettes	-2 548	-2 548
Valeurs des Titres	6 600	12 200

Ce tableau appelle les remarques suivantes :

- selon notre compréhension :
 - ✓ dans les comptes de Gaussin SA figure une participation dans Leaderlease valorisée à 2 689 k€ pour 27.98 % des titres.

Soit une valeur à 100 % de 9 614 k€ ;

- ✓ dans les comptes d'Event figure une participation dans Leaderlease valorisée à 2 072 k€ pour 26.22 % des titres.

Soit une valeur à 100 % de 7 903 k€ ;

- ✓ dans les comptes de Dock It figure une participation dans Leaderlease valorisée à 4 269 k€ pour 34.32 % des titres.

Soit une valeur à 100 % de 12 438 k€ ;

- la partie location de Leaderlease a été valorisée en retenant des loyers inférieurs à ceux pratiqués actuellement par le Groupe ;
- dans l'hypothèse H1, la partie « location de matériels » ne tient compte que du contrat CES. Elle n'inclut donc aucun potentiel de développement de cette activité ce qui nous paraît être une approche très prudente.

L'hypothèse H2 est plus volontariste avec l'intégration de contrats du type CES tous les 5 ans. Elle reste toutefois prudente en termes de volume prévisionnel de marge.

3. Approche globale de la valeur de Leaderlease

Le tableau de la page suivante présente la valorisation globale de Leaderlease avec un taux d'actualisation de 10,5 % et la méthode des DCF.

L'approche conduit à une valeur « d'entreprise » de 11,6 M€ et à une valeur des titres de 9,07 M€.

Valorisation globale de Leaderlease

Leaderlease - k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Chiffre d'affaires	2 406	4 184	5 484	6 785	8 086	6 862	5 291	4 039	2 788	1 538	1 460	1 489
EBITDA	1 004	1 976	2 353	2 719	3 085	2 254	1 232	(2)	(286)	(491)	373	1 323
Dotations aux amort. & prov.	(540)	(450)	(378)	(320)	(274)	(237)	(208)	(208)	(208)	(208)	(184)	(94)
EBIT	464	1 526	1 975	2 398	2 811	2 017	1 024	(210)	(494)	(699)	189	1 229
IDA - Début de période	10 000	9 536	8 272	6 785	5 086	3 180	1 672	660	870	1 364	2 062	1 874
(+) Déficit fiscal reportable - Augmentation	-	-	-	-	-	-	-	210	494	699	-	-
(-) Déficit fiscal reportable - Utilisation	(464)	(1 263)	(1 487)	(1 699)	(1 906)	(1 509)	(1 012)	-	-	-	(189)	(1 114)
Variation des déficits fiscaux reportables	(464)	(1 263)	(1 487)	(1 699)	(1 906)	(1 509)	(1 012)	210	494	699	(189)	(1 114)
(=) Stock d'IDA - Fin de période	9 536	8 272	6 785	5 086	3 180	1 672	660	870	1 364	2 062	1 874	759
Résultat imposable - après imputation	-	263	487	699	906	509	12	-	-	-	-	114
Impôt effectif	-	(88)	(162)	(233)	(302)	(170)	(4)	-	-	-	-	(410)
Impôt théorique	(155)	(509)	(658)	(799)	(937)	(672)	(341)	-	-	-	(63)	(410)
NOPAT	464	1 439	1 812	2 165	2 509	1 848	1 020	(210)	(494)	(699)	189	819
+ Dotations aux amortissements	540	450	378	320	274	237	208	208	208	208	184	94
- Investissements	(100)	(100)	(150)	(150)	(200)	(237)	(208)	(208)	(208)	(208)	(184)	(94)
BFR	44	70	42	14	403	303	177	53	(20)	(93)	(52)	(57)
% du CA	1,8%	1,7%	0,8%	0,2%	5,0%	4,4%	3,4%	1,3%	-0,7%	-6,4%	-3,8%	-3,8%
+/- Variation de BFR	(155)	(26)	28	28	(389)	100	125	124	73	73	(41)	5
Flux de trésorerie (FCF)	750	1 763	2 068	2 364	2 194	1 948	1 146	(86)	(421)	(626)	148	824
Période d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
Coefficient d'actualisation (10,5%)	0,951	0,861	0,779	0,705	0,638	0,577	0,523	0,473	0,428	0,387	0,351	0,317
FCF actualisés	713	1 518	1 611	1 667	1 400	1 125	599	(41)	(180)	(242)	52	261
VAN 2017-2028	8 483											
VAN Valeur terminale	3 136											
Valeur d'Entreprise	11 618											
Dette nette au 31/12/2016	(2 548)											
Valeur des titres de Leaderlease	9 070											

Commentaires

- *évolution du chiffre d'affaires* : on a repris le plan d'affaires en ajoutant une année 2028 correspondant à la seule activité de location immobilière ;
- *évolution des charges attachées à l'activité de location de matériels* : on a repris les montants figurant dans le prévisionnel présenté précédemment ;
- *évolution des charges attachées à l'activité de location immobilière* : jusqu'en 2024 on a repris les chiffres du plan d'affaires. A partir de 2025, le plan d'affaires conduit à affecter à cette activité des montants de charges nettement supérieurs à ceux d'avant 2024, sans que cette évolution soit justifiée. Nous avons donc extrapolé les chiffres de 2024 avec une croissance de 2 % par an ;
- *dotations aux amortissements et investissements* : à partir de 2022, on a aligné les dotations et les investissements ;
- *impôt sur les sociétés* : on a tenu compte directement dans ce tableau du déficit reportable initial.
- calcul de la valeur terminale. On a retenu la relation suivante :

$$\text{Valeur actuelle de la valeur terminale} = \text{coef. de 2028} \times (\text{FCF 2028}) \times (1+2\%)/ (10,5\% - 2\%)$$

Cette valeur ne tient pas compte du potentiel de développement de l'activité LeaderLease qu'on a valorisé, de manière assez prudente à 5.6 M€.

On a ainsi une valeur des titres comprise entre 9 M€ et 14.7 M€

Approche globale

Location de matériels	H1	H2
Valeur d'Entreprise (100%) avec CES	11 618,0	11 618,0
Potentiel au-delà de CES		5 600,0
Valeur d'entreprise totale	11 618,0	17 218,0
Dette financière nette	(2 548,0)	(2 548,0)
Valeur des titres LeaderLease	9 070,0	14 670,0

Conclusion

Les analyses présentées dans ce rapport permettent de faire les constats suivants :

- une approche globale conduit à une valeur des titres Leaderlease à fin 2016 comprise entre **9 M€** et **14.7 M€**, selon l'hypothèse retenue pour la pérennité de l'activité de location de matériels ;
- une approche par parties conduit à une valeur des titres Leaderlease à fin 2016 comprise entre **6.6 M€** à **12.2 M€**, selon l'hypothèse retenue pour la pérennité de l'activité de location de matériels ;
- l'écart entre les deux approches vient, notamment, de ce que la valorisation par parties de l'immobilier repose sur des loyers moins élevés que les loyers réels ;
- la valeur de l'activité de location de matériels ne prend en compte que le contrat CES et correspond donc à une approche très conservatrice de la valeur de cette activité ;
- l'évaluation repose, par ailleurs, sur une marge sur les contrats de location assez faible puisqu'elle ne représente, avant imputation des coûts de fonctionnement et avant actualisation, que 10 % de la valeur du contrat.

Fait à Paris, le 13 avril 2017



Guy Jacquot
Associé