

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE

XPO Logistics Europe

EN REPONSE

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT SES ACTIONS**

Initié par

XPO Logistics UK Limited

Présentée par



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 28 avril 2021, conformément aux articles 231-19 et 231-26, I 3° de son règlement général (« **RGAMF** »).

Le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19, 261-1 I 1°, 261-1 I 4° et 261-1 II du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par MM. Olivier Cretté et Romain Delafont, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de XPO Logistics Europe (<https://europe.xpo.com/fr/investors/>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais et sur simple demande auprès de XPO Logistics Europe (192 avenue Thiers, 69006 Lyon).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de XPO Logistics Europe seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Contexte de l'Offre	4
1.3	Termes de l'Offre.....	6
1.3.1	Conditions auxquelles l'Offre est soumise.....	6
1.3.2	Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait.....	6
1.3.3	Calendrier indicatif de l'Offre	6
1.3.4	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	6
1.4	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	6
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	14
4.	INFORMATION DES SALAIRES DE LA SOCIETE.....	15
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	15
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
6.1	Structure du capital de la Société.....	15
6.1.1	Répartition du capital et des droits de vote de la Société	15
6.1.2	Instruments donnant accès au capital	16
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	16
6.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote	16
6.2.2	Transfert d'actions.....	16
6.3	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L233-11 du code de commerce)	17
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	17
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	17
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	17
6.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote.....	17
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	17
6.9	Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	17
6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	18
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	19
7.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES RELATIVES A LA SOCIETE	19
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	19
	ANNEXE : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	20

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du RGAMF, la société XPO Logistics UK Limited, une *private limited company* de droit anglais ayant un capital de 5£, sise XPO House, Lodge Way, New Duston, Northampton, NN5 7SL et immatriculée sous le numéro 12130098 (« **XPO UK** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée auprès de l'AMF à déposer une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») aux termes de laquelle elle propose de manière irrévocable aux actionnaires de XPO Logistics Europe, société anonyme, au capital de 19.672.482€ divisé en 9.836.241 actions de 2€ de valeur nominale chacune, entièrement libérées, sise 192 Avenue Thiers, 69006 Lyon, immatriculée sous le numéro 309 645 539 RCS Lyon (ci-après la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris, compartiment A (« **Euronext Paris** ») (code ISIN : FR0000052870), d'acquérir leurs actions dans les conditions décrites ci-après.

L'Initiateur est une filiale détenue directement et intégralement par XPO Logistics, Inc.¹, une société du droit du Delaware, sise Five American Lane, Greenwich, Connecticut 06831 (Etats-Unis), dont les actions sont négociées sur le *New York Stock Exchange* (NYSE : XPO) (« **XPO Logistics, Inc.** » et, ensemble avec l'Initiateur et XPO France (tel que ce terme est défini ci-après), « **XPO Logistics** »).

A la date du Projet de Note en Réponse, XPO Logistics, Inc. détient, directement et à travers ses filiales XPO UK et XPO France², 9.449.907 actions, en incluant les 300 actions prêtées par XPO France à trois membres du conseil de surveillance de la Société³ (M. Brad Jacobs, M. David Wyshner et Mme Gena Ashe), et 12.532.736 droits de vote, représentant 96,07% du capital et 96,96% des droits de vote de la Société.

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues par XPO Logistics, soit, à la date de dépôt du projet de note d'information déposé auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur⁴ (le « **Projet de Note d'Information** »), un total de 341.887 actions, à l'exclusion des :

- (i) 44.447 actions auto-détenues par la Société ;
- (ii) 300 actions prêtées par XPO France à trois membres du conseil de surveillance de la Société (M. Brad Jacobs, M. David Wyshner et Mme Gena Ashe), qui sont assimilées aux actions détenues par XPO France en application des dispositions de l'article L233-9 I 4° du code de commerce ;
- (iii) actions sous-jacentes aux 30.000 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** ») déjà acquis par XPO France en 2015 et non annulés.

¹ Le premier actionnaire de XPO Logistics, Inc. est Jacobs Private Equity, LLC, une société contrôlée par M. Brad Jacobs, *Chairman* et *CEO* de XPO Logistics, Inc., qui détient 16,9 % du capital de XPO Logistics, Inc. (sur une base pleinement diluée).

² XPO Logistics, Inc., actionnaire unique de XPO France, a décidé le 30 mars 2021 la dissolution sans liquidation de XPO France conformément à l'article 1844-5 du code civil. Sous réserve de l'absence d'oppositions de créanciers dans le délai légal, cette dissolution interviendra automatiquement le 1^{er} mai 2021, date à laquelle la totalité des passifs et actifs de XPO France (en ce compris les 8.483.229 actions de la Société qu'elle détient) seront dévolus à XPO Logistics, Inc.

³ Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

⁴ Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) sous le numéro 221C0712.

Il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Le prix de l'Offre Publique de Retrait est de 315€ par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** »).

Conformément à l'article 236-7 du RGAMF, l'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. Les actions, autres que celles détenues par XPO Logistics, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait durant cette période seront transférées à XPO UK dans le cadre du Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix de l'Offre.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre Publique de Retrait est présentée par Rothschild Martin Maurel. En tant qu'établissement présentateur et garant, Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par XPO UK dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

1.2 Contexte de l'Offre

Le 28 avril 2015, XPO Logistics, Inc. a annoncé qu'elle allait acquérir 66,71% du capital de la Société (alors dénommée Norbert Dentressangle SA) au prix de 217,50€ par action, puis déposer une offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital au même prix. XPO Logistics, Inc. indiquait ainsi que si cette offre publique lui permettait de franchir le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société, elle procéderait à un retrait obligatoire afin de détenir l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société, retirer ses actions de la cote et l'intégrer fiscalement.

L'acquisition de 66,71% du capital de la Société auprès de la famille du fondateur a été réalisée le 8 juin 2015 par XPO Logistics France, société par actions simplifiée sise 192 Avenue Thiers, 69006 Lyon, immatriculée sous le numéro 811 597 335 RCS Lyon (« **XPO France** »). XPO France est intégralement détenue par XPO Logistics, Inc.

Déposée le 11 juin 2015, l'offre publique d'achat simplifiée de XPO France a été déclarée conforme par l'AMF le 23 juin 2015⁵ puis ouverte du 26 juin au 17 juillet 2015.

A l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée, la participation de XPO France dans la Société s'établissait à 86,25% du capital et 85,84% des droits de vote, ne permettant pas ainsi à XPO Logistics, Inc. (via sa filiale XPO France) de procéder au retrait obligatoire de la Société.

Entre l'annonce de cette offre publique d'achat simplifiée et sa clôture, des fonds gérés par Elliott avaient acquis plus de 9% du capital et des droits de vote de la Société.

XPO Logistics, Inc. et XPO France ont contesté en justice la légalité des opérations d'acquisition par Elliott de cette participation, et les fonds Elliott ont pour leur part allégué, entre autres, que XPO Logistics, Inc. et XPO France avaient fait prendre par les dirigeants de la Société des décisions à leur seul bénéfice et contrairement aux intérêts de la Société et ses autres actionnaires. Ces prétentions ont été portées devant le Tribunal de commerce de Paris au cours de l'année 2015.

XPO Logistics, Inc. et Elliott ont conclu le 22 novembre 2019 un accord transactionnel aux termes duquel XPO Logistics, Inc. a convenu d'acquérir, via la société XPO UK, les 898.128 actions de la Société détenues par Elliott au prix unitaire ferme et définitif de 260€, soit un montant total de 233.513.280€. Dans le cadre de cette transaction, XPO Logistics, Inc. (ainsi que XPO France) et les entités du groupe Elliott ont abandonné leurs actions judiciaires respectives. L'accord transactionnel ne prévoyait aucun complément de prix au bénéfice d'Elliott (par exemple en cas d'offre publique ultérieure). Il ne prévoyait pas non plus de faculté de réinvestissement par Elliott de tout ou partie du

⁵ Décision AMF n°215C0877 du 23 juin 2015.

produit de cession dans une entité du groupe XPO. Cet accord transactionnel a été rendu public le jour de sa conclusion. Le transfert des actions d'Elliott à XPO UK est intervenu le 25 novembre 2019⁶.

Le 15 janvier 2020, XPO Logistics, Inc. a annoncé vouloir explorer ses options stratégiques pour une ou plusieurs de ses divisions.

En application des dispositions de l'article 261-1, I, II et III du RGAMF, le 28 février 2020, le conseil de surveillance de la Société a constitué, dans l'anticipation d'un possible projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire que XPO Logistics, Inc. pouvait envisager de déposer, un comité *ad hoc* composé d'une majorité de membres indépendants. Le conseil de surveillance a ensuite désigné, sur proposition du comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble, représenté par MM. Olivier Cretté et Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier les conditions financières d'une telle offre.

Le 20 mars 2020, XPO Logistics, Inc. a indiqué mettre fin à l'examen de ses options stratégiques, compte tenu des incertitudes liées à la pandémie de COVID-19. En raison de la suspension du projet de XPO Logistics, Inc., les travaux de l'expert indépendant ont été interrompus avant qu'il remette son rapport.

Le 25 juillet 2020, XPO UK et des fonds gérés par la société CIAM ont conclu un accord de cession aux termes duquel CIAM a cédé à XPO UK la totalité de ses 68.450 actions de la Société au prix unitaire ferme et définitif de 242,50€, soit un montant total de 16.599.125€. L'accord ne prévoyait aucun complément de prix au bénéfice de CIAM, ni aucune faculté de réinvestissement par CIAM de tout ou partie du produit de cession dans une entité du groupe XPO. Lorsque cette acquisition a été rendue publique, XPO Logistics, Inc. a annoncé ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique sur la Société pour les six mois à venir.

Le 2 décembre 2020, le conseil d'administration de XPO Logistics, Inc. a décidé de mettre en œuvre un projet de scission au terme duquel les activités de logistique et de *supply chain* du groupe seraient réunies au sein d'un nouveau groupe dont la société mère, de droit américain, serait cotée sur le New York Stock Exchange et dont les actions seraient distribuées aux actionnaires de XPO Logistics, Inc. XPO Logistics, Inc. a ensuite annoncé que la nouvelle entité serait dirigée par M. Malcolm Wilson, actuel président du directoire de la Société, et prendrait la dénomination GXO.

Lors de la réunion du conseil de surveillance de la Société du 9 mars 2021, XPO Logistics, Inc. a annoncé par l'intermédiaire de ses représentants son souhait de relancer son projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'elle ne détient pas. Le conseil de surveillance de la Société a pris acte du souhait de l'Initiateur et du fait que son projet serait examiné par le comité *ad hoc* créé le 28 février 2020 conformément à l'article 261-1, I, II et III du RGAMF. Il a également confirmé la mission de l'expert indépendant, dont le rapport figure en annexe.

Le Projet de Note d'Information a été déposé pour le compte de l'Initiateur auprès de l'AMF le 6 avril 2021.

Avant l'ouverture des marchés du 6 avril 2021, la Société a demandé la suspension de la cotation de ses actions sur Euronext Paris. Dans l'avis de dépôt publié le même jour par l'AMF, il a été indiqué que cette suspension sera maintenue jusqu'à nouvel avis de l'AMF⁷. Les négociations resteront suspendues à l'issue de l'Offre Publique de Retrait jusqu'à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

A la date du Projet de Note en Réponse, XPO Logistics, Inc. détient, directement et à travers ses filiales XPO UK et XPO France :

⁶ Décision AMF n°219C2478 du 28 novembre 2019.

⁷ Décision AMF n°221C0712 du 6 avril 2021.

- (i) 9.449.907 actions, en incluant les 300 actions prêtées par XPO France⁸ à trois membres du conseil de surveillance de la Société (M. Brad Jacobs, M. David Wyshner et à Mme Gena Ashe), et 12.532.736 droits de vote, représentant un total de 96,07% du capital et 96,96% des droits de vote de la Société ;
- (ii) la totalité des 30.000 bons de souscription d'actions émis par la Société.

L'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire subséquent permettront à XPO Logistics de détenir l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société.

1.3 Termes de l'Offre

1.3.1 Conditions auxquelles l'Offre est soumise

L'Offre n'est soumise à aucune condition d'obtention d'une autorisation réglementaire.

1.3.2 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

La procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait est décrite à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

1.3.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.9 du Projet de Note d'Information.

1.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Hormis ce qui est décrit dans la section 1.2 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'un quelconque accord, présent ou futur, et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Des accords d'assistance et de refacturation entre XPO Logistics, Inc. et la Société sont en vigueur depuis 2015, ainsi que des contrats de prêt conclus entre XPO Logistics, Inc., la Société et certaines de ses filiales. Mais tous ces accords ont été conclus à des conditions normales de marché et leurs termes n'ont pas été revus avant l'annonce de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 27 avril 2021, par visioconférence, sur convocation de son président, M. Brad Jacobs, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

⁸ Assimilées aux actions détenues par XPO France en application de l'article L233-9 I 4° du code de commerce.

Etaient présents à cette réunion du conseil de surveillance :

- M. Brad Jacobs, président ;
- Mme Gena Ashe, vice-présidente ;
- Mme Clare Chatfield ;
- M. Henri Lachmann ;
- M. François-Marie Valentin ;
- M. Gilles Yakich ;
- XPO Logistics, représentée par Mme Josephine Berisha ;
- M. David Wyshner.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de M. Brad Jacobs.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil de surveillance ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, Rothschild Martin Maurel ;
- du rapport du cabinet Ledouble, représenté par MM. Olivier Cretté et Romain Delafont, désigné par le conseil de surveillance de la Société, en qualité d'expert indépendant ; et
- du Projet de Note en Réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

La délibération du conseil de surveillance contenant l'avis motivé est reproduite ci-après.

« Il est rappelé que, le 28 février 2020, en application des dispositions de l'article 261-1, I, II et III du RGAMF, le conseil de surveillance de la Société a constitué, dans l'anticipation d'un possible projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire que XPO Logistics, Inc. pouvait envisager de déposer, un comité ad hoc composé d'une majorité de membres indépendants, avec pour mission de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de cet expert et de préparer un projet de l'avis motivé du conseil de surveillance sur le projet de XPO Logistics, Inc.

Le conseil de surveillance a alors désigné, sur proposition du comité ad hoc, le cabinet Ledouble, représenté par MM. Olivier Cretté et Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier les conditions financières d'une telle offre.

Les fondements de la désignation de l'expert indépendant résultaient des articles 261-1 I 1° (XPO Logistics, Inc. détient le contrôle de la Société), 261-1 I 4° (dans l'hypothèse où les acquisitions par XPO des participations d'Elliott et de CIAM dans la Société auraient pu être considérées comme connexes à l'offre, en particulier lors de la nomination initiale de l'expert indépendant le 28 février 2020) et II (l'offre serait suivie d'un retrait obligatoire) du RGAMF.

Le conseil de surveillance a décidé de désigner le cabinet Ledouble compte tenu de son expertise technique reconnue, de sa confirmation qu'il n'est pas en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, et de sa bonne connaissance du secteur d'activité du groupe XPO, puisque ce cabinet avait agi en qualité d'expert indépendant lorsque XPO Logistics, Inc.

a initié sa première offre publique sur la Société en 2015, et qu'il a été informellement informé d'une éventuelle offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire de XPO Logistics, Inc. sur la Société dès 2019.

Le 20 mars 2020, XPO Logistics, Inc. ayant indiqué mettre fin à l'examen de ses options stratégiques en raison des incertitudes liées à la pandémie de COVID-19, les travaux du cabinet Ledouble ont été suspendus.

Il est rappelé que XPO Logistics, Inc. a annoncé le 2 décembre 2020 un projet de scission de 100% des activités logistiques du groupe au sein d'une société distincte, dénommée GXO, qui serait cotée en bourse sur le New York Stock Exchange et qui serait dirigée par M. Malcolm Wilson. Les actions de GXO seraient distribuées aux actionnaires de XPO Logistics, Inc.

*Ce projet de scission devrait intervenir au 2nd semestre 2021. Comme indiqué par XPO Logistics UK Limited (l'« **Initiateur** »), l'Offre ne constitue pas en tant que telle une étape nécessaire au projet de scission et répond à une logique autonome, mais elle pourrait la faciliter en ce qu'elle contribuera à simplifier la structure du groupe XPO.*

Lors de la réunion du conseil de surveillance de la Société du 9 mars 2021, XPO Logistics, Inc. a annoncé par l'intermédiaire de ses représentants son souhait de relancer son projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions qu'elle ne détient pas. Le conseil de surveillance a alors pris acte du souhait de l'Initiateur et du fait que son projet serait examiné par le comité ad hoc créé le 28 février 2020 conformément à l'article 261-1, I, II et III du RGAMF. Il a également confirmé la mission du cabinet Ledouble.

Le comité ad hoc est à ce jour composé des trois membres indépendants du conseil de surveillance, à savoir Mme Clare Chatfield, M. Henri Lachmann et M. François-Marie Valentin, ainsi que de Mme Gena Ashe.

*Le 6 avril 2021, Rothschild Martin Maurel, agissant pour le compte de l'Initiateur, société intégralement détenue par XPO Logistics, Inc. a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») visant les actions de la Société au prix de 315€ par action (le « **Prix de l'Offre** »).*

Avant l'ouverture des marchés du 6 avril 2021, la Société avait demandé la suspension de la cotation de ses actions sur Euronext Paris. Dans l'avis de dépôt publié le même jour par l'AMF, il a été indiqué que cette suspension sera maintenue jusqu'à nouvel avis de l'AMF⁹.

Le 23 avril 2021, l'expert indépendant a adressé au comité ad hoc un projet de son rapport.

1. Analyse de l'Offre

Le conseil de surveillance constate que l'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par XPO Logistics, Inc., soit un nombre de 341.887 actions représentant 3,48% du capital, au prix unitaire de 315€.

L'Offre ne vise pas les :

- (i) 44.447 actions auto-détenues par la Société ;*

⁹ Décision AMF n°221C0712 du 6 avril 2021.

- (ii) *300 actions prêtées par XPO France à trois membres du conseil de surveillance de la Société (M. Brad Jacobs, M. David Wyshner et Mme Gena Ashe), qui sont assimilées aux actions détenues par XPO France en application des dispositions de l'article L233-9 I 4° du code de commerce ;*
- (iii) *actions sous-jacentes aux 30.000 bons de souscription d'actions émis par la Société déjà acquis par XPO France en 2015 et non annulés.*

Depuis sa création le 28 février 2020, le comité ad hoc a reçu plusieurs requêtes documentaires de l'expert indépendant.

Dans le cadre de sa mission, le cabinet Ledouble a eu notamment accès aux documents suivants :

- *les informations disponibles sur le marché où interviennent la Société et ses filiales ;*
- *de la documentation sectorielle et des extractions de bases de données financières, tant en ce qui concerne le groupe XPO que les autres acteurs du marché ;*
- *la documentation juridique et financière relative à l'Offre ;*
- *les informations publiques et réglementées accessibles sur les sites internet de la Société et de XPO Logistics, Inc. ;*
- *des projections financières correspondant à un scénario optimiste pour la période 2021-2024, ainsi que la meilleure estimation possible et raisonnable du directoire de la Société pour 2024 en termes de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA et de capex ;*

ces deux documents ont été préparés par le directoire et soumis par ce dernier à la commission d'audit et au conseil de surveillance, qui les a revus et en a pris acte sans formuler d'objection les 1^{er} et 2 avril 2021, en vue de leur transmission à l'expert indépendant ;

des projections financières optimistes sont régulièrement établies par la direction de la Société pour des raisons managériales mais elles ne sont habituellement pas revues par le conseil de surveillance ni par ses comités spécialisés ; la Société n'a pas pour habitude d'établir de plan d'affaires traduisant la meilleure estimation possible de ses prévisions ; toutefois, le conseil de surveillance a estimé, dans le cadre de la revue précitée, que les prévisions raisonnables du directoire de la Société pour 2024 en termes de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA et de CAPEX traduisent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société, et il n'existe à sa connaissance pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;

- *les tests de dépréciation des actifs au 31 décembre 2018, au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2020 ;*
- *l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'action de la Société et les communiqués susceptibles d'avoir une incidence sur leur évolution ;*
- *une analyse du besoin en fonds de roulement ;*
- *la liste des ajustements envisagés sur la dette nette comptable ;*
- *une analyse du chiffre d'affaires et de la rentabilité historique ;*
- *les procès-verbaux des réunions du conseil de surveillance et de l'assemblée générale des actionnaires ;*

- *les conditions d'acquisition par la Société des activités logistiques de Kuehne & Nagel au Royaume-Uni et en Irlande.*

En outre, le cabinet Ledouble a échangé régulièrement avec :

- *la direction générale et les principaux cadres de XPO Logistics, Inc., ses conseils juridiques et financiers ainsi que l'établissement présentateur de l'Offre Publique de Retrait ;*
- *le directoire et les principaux cadres de la Société ;*
- *le comité ad hoc du conseil de surveillance de la Société et ses conseils juridiques.*

Le 14 avril 2021, quelques jours après le dépôt du projet de note d'information, le comité ad hoc s'est réuni une première fois en présence de l'expert indépendant afin que ce dernier présente le cadre réglementaire et le contexte factuel de sa mission, ainsi que les méthodologies et diligences qu'il entend mettre en œuvre pour conduire sa valorisation multicritères de la Société. Un point a également été fait avec l'expert indépendant sur les prochaines étapes de sa mission et sur les modalités de suivi de sa mission par le comité ad hoc.

Le 21 avril 2021, le comité ad hoc s'est à nouveau réuni en présence de l'expert indépendant pour analyser le cours de bourse de la Société. Ont également été discutés en détail lors de cette réunion les méthodes de valorisation retenues par l'expert indépendant pour conduire son évaluation multicritère de la Société en distinguant celles retenues à titre principal, et celles étudiées uniquement à titre accessoire (et l'expert indépendant a expliqué les raisons de l'exclusion de certaines autres méthodes). Une attention particulière a été portée à la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, aux hypothèses retenues par l'expert indépendant pour la mettre en œuvre et à leur confrontation à celles adoptées par l'établissement présentateur de l'Offre.

Le 26 avril 2021, le comité ad hoc s'est réuni une dernière fois en présence de l'expert indépendant afin que celui-ci présente ses projets de rapport et de conclusions partagés par ce dernier le 23 avril 2021. A cette occasion, le comité ad hoc a unanimement adopté un projet de l'avis motivé soumis au conseil de surveillance de la Société en vue de sa réunion du 27 avril 2021.

Il est indiqué qu'en application de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil de surveillance est appelé à examiner l'Offre et rendre son avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le conseil de surveillance prend tout d'abord acte que :

- *XPO Logistics, Inc. détient, directement et indirectement, 96,07% du capital et 96,96% des droits de vote de la Société et que l'Offre revêt un caractère volontaire ;*
- *l'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation ;*
- *l'Initiateur demandera, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, dans la mesure où les conditions sont d'ores et déjà remplies, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la Société non présentées à l'Offre Publique de Retrait en contrepartie d'une indemnisation unitaire de 315€.*

Le conseil de surveillance relève que les principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir sont les suivantes :

- *l'Initiateur a l'intention de poursuivre le développement et les principales orientations stratégiques des différentes divisions de la Société et de ses filiales ;*

- *en termes de politique sociale, l'Offre s'inscrit dans une logique de croissance et de poursuite du développement de XPO Logistics ; elle ne devrait donc pas avoir d'incidence significative sur les effectifs de la Société, étant rappelé que l'organisation au sein de la Société et ses filiales serait modifiée par le projet de scission des activités logistiques au sein de GXO ;*
- *sous réserve du projet de scission, la politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales ;*
- *la Société et ses filiales étant contrôlées depuis 2015 par XPO Logistics, Inc., elle est pleinement intégrée aux opérations du groupe XPO ; en conséquence, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies de coûts ni de revenus significatifs à raison de l'Offre, les économies liées aux coûts de cotation n'étant pas significatives ;*
- *la composition du conseil de surveillance et la forme sociale de la Société pourront évoluer pour refléter, à l'issue du Retrait Obligatoire, la détention intégrale de la société par XPO Logistics, Inc. ;*
- *XPO Logistics, Inc. envisage de proposer à la Société, à l'issue de l'Offre, la mise en œuvre d'un contrat de licence de marque et de technologie à titre onéreux concernant la marque XPO et certaines technologies du groupe XPO utilisées par la Société et ses filiales ;*

XPO envisage également d'acquérir, à l'issue de l'Offre, les sociétés dites « Jacobson », qui correspondent aux filiales américaines de la Société, en vue d'une réorganisation efficace des activités du groupe XPO d'un point de vue géographique ;

le conseil de surveillance a été informé de ces deux projets le 18 novembre 2020, date à laquelle il a désigné un comité ad hoc composé de membres indépendants, distinct de celui créé pour les besoins de l'Offre, pour l'aider à évaluer les conditions financières de ces projets ; à cette occasion, le comité ad hoc a proposé la désignation du cabinet Accuracy comme expert indépendant pour examiner les conditions financières envisagées du contrat de licence et de l'opération relative aux sociétés dites « Jacobson » ;

le 8 mars 2021, le conseil de surveillance a été informé de l'intention de XPO Logistics, Inc. de suspendre ces deux projets, ce dont il a pris acte le 9 mars 2021 ;

ces deux projets ne seront à nouveau envisagés qu'à l'issue de l'Offre, une fois que la Société sera intégralement détenue par XPO Logistics, Inc. ; ils n'ont donc aucune incidence sur le déroulement, les caractéristiques ou le Prix de l'Offre ; l'Initiateur a souligné que les travaux de valorisation de la Société conduits pour les besoins de la détermination du Prix de l'Offre ne tiennent pas compte des redevances de marque et de technologies qui seraient ultérieurement dues par la Société et ses filiales à XPO Logistics, Inc., ces redevances ne pouvant avoir pour effet que de réduire la valorisation de la Société ;

- *aucun projet de fusion entre la Société et une autre société du groupe XPO n'est à l'étude ; sous réserve du projet de scission, l'Offre ne devrait pas affecter la politique d'intégration de la Société et de ses filiales au sein du groupe XPO, celles-ci y étant d'ores et déjà pleinement intégrées.*

L'Initiateur considère également que :

- *l'Offre Publique de Retrait permettra aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité pour leurs actions et d'une prime de 14% par rapport au cours moyen de l'action pondéré sur les 3 mois précédant la dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait ;*

- *l'Offre permettra de simplifier le fonctionnement de la Société, dont la cotation ne se justifie plus, et de réduire les coûts supportés par la Société induits par cette cotation.*

Le conseil de surveillance prend acte que le comité de groupe comme le comité d'entreprise européen ont été informés de l'Offre le 7 avril 2021.

Le conseil de surveillance examine ensuite le rapport établi par le cabinet Ledouble, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort de la synthèse que :

« Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.2), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Evaluation ;
- l'absence de dispositions dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous précisons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres ; à titre indicatif, depuis la clôture de l'OPAS 2015, 97% des volumes ont été échangés à un prix inférieur au Prix de l'Offre.

Nous constatons que les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs titres au Prix de l'Offre de 315 €, appréciable au regard :

- d'une part, de la faible liquidité liée à l'étroitesse du flottant ; et
- d'autre part, des valeurs résultant des méthodes d'évaluation intrinsèque (DCF) et analogique (Comparables Boursiers) que nous retenons à titre principal pour évaluer l'Action, et des fourchettes de primes qui en découlent.

Nous n'avons pas recensé dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes d'informations de nature à remettre en cause l'équité du Prix de l'Offre :

- le Prix de l'Offre extériorise une prime de l'ordre de 21% sur le Prix de la Transaction (260 €), conclu fin 2019 de façon ferme et définitive avec Elliott, cette Transaction étant la dernière opération significative intervenue sur le capital de la Société ; la cession plus récente, fin juillet 2020, des titres détenus par CIAM, qui portait sur une fraction marginale du capital de la Société, a été négociée à un prix également ferme et définitif (242,50 €), toujours inférieur au Prix de l'Offre ;
- l'aboutissement à l'issue de l'Offre du projet de contrat de licence, au titre de la marque XPO Logistics et des technologies utilisés par la Société et ses filiales, annoncé à l'issue de l'OPAS 2015 mais ajourné par prorogations successives de leur concession à titre gracieux, serait de nature à réduire significativement la valorisation du Groupe ;
- les informations portées à notre connaissance sur le projet de cession intra-groupe de Jacobson, suspendu dans l'attente du dénouement du retrait obligatoire et répondant à l'alignement de son positionnement juridique et opérationnel au sein du Groupe XPO, en cohérence avec sa localisation aux Etats-Unis, n'ont pas d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action ;
- le projet de scission annoncé par XPO Logistics, Inc. n'a pas d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action, compte tenu de la nature des synergies attendues à terme dans le cadre de ce

projet et des modalités envisagées pour la séparation des activités de transport et de logistique au niveau européen, qui ne modifieront pas la structure actionnariale de XPO Logistics Europe. »

En conséquence, la conclusion de l'expert indépendant est la suivante :

« A l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure, d'un point de vue financier, sur le caractère équitable, pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre assortie d'un retrait obligatoire, du Prix de l'Offre de 315 € par Action ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes à l'Offre, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de XPO Logistics Europe dont les titres sont visés par l'Offre. »

Il est indiqué que ni la Société ni l'expert indépendant n'ont reçu d'observations écrites d'actionnaires dans les conditions prévues par la réglementation boursière.

2. Décision du conseil de surveillance

Au regard des éléments qui précèdent, le conseil de surveillance, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres :

- *prend acte que l'expert indépendant conclut, après avoir procédé à une approche multicritère pour évaluer la Société, au caractère équitable des modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires ;*
- *prend acte que, l'Initiateur détenant plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues XPO Logistics, Inc., ou assimilées aux actions détenues par cette dernière ;*
- *prend acte que le Retrait Obligatoire entraînera la radiation des actions d'Euronext Paris permettant de simplifier le fonctionnement de la Société et d'économiser les coûts et de ne plus supporter les contraintes liés à la cotation ;*
- *considère que l'Offre Publique de Retrait représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à des conditions de prix (1) sensiblement supérieures à celles offertes en 2019 et en 2020 à deux actionnaires pour l'acquisition d'un total de 9,8% du capital, (2) considérées comme équitables par l'expert indépendant ;*
- *considère en conséquence que l'Offre est conforme aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*
- *considère que la radiation des actions de la Société de la cote permettra de simplifier le fonctionnement de la Société et notamment de supprimer les coûts et contraintes liés à cette cotation ;*
- *prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de croissance et de poursuite du développement de la politique sociale ; l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence significative sur les effectifs de la Société, étant rappelé que l'organisation au sein de la Société et de ses filiales serait modifiée par le projet de scission poursuivi par XPO Logistics, Inc. ;*
- *prend acte que l'intégration opérationnelle de la Société au sein du groupe XPO Logistics est effective depuis la prise de contrôle en 2015 par XPO Logistics, Inc. ;*

- *considère en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*
- *au regard de ce qui précède, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant rappelé qu'en tout état de cause les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire qui suivra immédiatement l'Offre Publique de Retrait et moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait de 315€ par action ;*
- *approuve le projet de note en réponse ;*
- *approuve le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 II du RGAMF ;*
- *prend acte de ce que les actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre ;*
- *donne tous pouvoirs au président du conseil de surveillance, à l'effet de finaliser, amender et permettre le dépôt par le directoire, au nom et pour le compte de la Société, du projet de note en réponse de la Société, ainsi que le document « Autres informations » (i.e. informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financière et comptables de la Société), lequel sera établi par le directoire, ou tout autre document utile ou nécessaire à l'Offre ; et plus généralement prendre toute décision, effectuer tout acte ou signer tout document nécessaire à l'Offre et à sa mise en œuvre.*

Enfin, conformément à l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, il est ensuite demandé à chacun des membres du conseil de surveillance détenant des actions de la Société visées par l'Offre de préciser ses intentions relativement à l'Offre. Mme Clare Chatfield, M. Henri Lachmann et M. François Marie-Valentin ont indiqué qu'ils apporteraient toutes leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Chacun de Mme Clare Chatfield, M. Henri Lachmann et M. François-Marie Valentin détient 100 actions de la Société et a fait part de son intention de toutes les apporter à l'Offre Publique de Retrait.

M. Gilles Yakich ne détient quant à lui aucune action de la Société.

Les 100 actions de la Société prêtées par XPO France à chacun de M. Brad Jacobs, M. Davy Wyshner et Mme Gena Ashe ne sont pas visées par l'Offre. En effet, celles-ci sont assimilées aux actions détenues par XPO France en application des dispositions de l'article L233-9 I 4° du code de commerce.

Les 100 actions de la Société détenues par XPO Logistics, Inc. ne sont pas non plus visées par l'Offre.

4. INFORMATION DES SALAIRES DE LA SOCIETE

Le comité de groupe et le comité économique européen de la Société ont été informés du lancement de l'Offre le 7 avril 2021.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 28 février 2020, en application des articles 261-1 I 1°, 261-1, I, 4° et 261-1 II, sur proposition d'un comité *ad hoc*, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet Ledouble, représenté par MM. Olivier Cretté et Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant.

Le 20 mars 2020, XPO Logistics, Inc. a indiqué mettre fin à l'examen de ses options stratégiques, compte tenu des incertitudes liées à la pandémie du Covid-19. En raison de la suspension du projet de XPO Logistics, Inc., les travaux de l'expert indépendant ont été suspendus avant qu'il remette son rapport.

Lors de la réunion du conseil de surveillance de la Société du 9 mars 2021, XPO Logistics, Inc. a annoncé par l'intermédiaire de ses représentants son souhait de relancer son projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'elle ne détient pas. Le conseil de surveillance a pris acte du souhait de l'Initiateur et du fait que son projet serait examiné par le comité *ad hoc* créé le 28 février 2020 conformément à l'article 261-1, I, II et III du RGAMF.

Conformément à l'article 262-1 II du RG AMF, l'expert indépendant a disposé d'un délai minimum de 15 jours de négociation à compter du dépôt du Projet de Note d'Information pour élaborer son rapport.

Le rapport de l'expert indépendant est reproduit intégralement en annexe.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital de la Société

6.1.1 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Le capital de la Société s'élève à 19.672.482€ divisé en 9.836.241 actions ordinaires de 2€ de valeur nominale chacune.

Les statuts de la Société ne prévoient pas de système de plafonnement des droits de vote.

L'article 9 des statuts de la Société prévoit que chaque action donne droit à une voix, toutefois un droit de vote double de celui conféré aux autres actions eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué :

- (i) à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis 4 ans au moins au nom du même actionnaire ; et
- (ii) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période d'offre, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote ¹⁰
XPO Logistics, Inc.	100	ns	200	ns
XPO France ¹¹	8.483.229	86,24	11.565.958	89,48
XPO UK	966.578	9,83	966.578	7,48
Total XPO Logistics	9.449.907	96,07	12.532.736	96,96
Auto-détention	44.447	0,45	44.447	0,34
Public	341.887	3,48	348.287	2,69
Total	9.836.241	100	12.925.470	100

6.1.2 Instruments donnant accès au capital

XPO France détient les 30.000 BSA, chacun donnant droit à la souscription d'une action nouvelle de la Société et exerçables jusqu'au 31 mai 2021 au prix de 59,55€.

A l'exception de ces BSA non visés par l'Offre, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

6.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote

Nonobstant toute disposition relative aux obligations légales d'information, tout actionnaire agissant seul ou de concert, venant à détenir 2% au moins du capital ou un multiple de ce pourcentage et jusqu'au seuil de 50%, est tenu d'en informer la Société, dans le délai de 4 jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils et ce, par lettre recommandée avec accusé de réception.

Le non-respect de cette obligation peut être sanctionné par la privation du droit de vote pour les actions excédant la fraction non déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendra jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification.

Cette sanction ne pourra être exercée qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Tout actionnaire est également tenu, suivant les mêmes modalités, d'informer la Société, dans le délai de 4 jours, lorsque sa participation au capital devient inférieure à chacun des seuils mentionnés ci-dessus.

6.2.2 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

¹⁰ Conformément à l'article 231-1 *in fine* du RGAMEF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

¹¹ XPO Logistics, Inc. après dissolution de XPO France.

- 6.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L233-11 du code de commerce)

Néant.

- 6.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, le capital est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1.1 ci-dessus.

- 6.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

- 6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

- 6.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote

Néant.

- 6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 11.3 des statuts de la Société, les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance. Leur révocation peut être prononcée par le conseil de surveillance ou par l'assemblée générale des actionnaires.

Conformément aux termes de l'article L225-96, alinéa 1^{er} du code de commerce, seule l'assemblée générale extraordinaire est habilitée à modifier les statuts, celle-ci pouvant dans certains cas déléguer ses pouvoirs au directoire, notamment dans le cadre des autorisations financières (voir la section 6.9 qui suit immédiatement).

- 6.9 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le tableau ci-dessous présente les résolutions financières en vigueur à la date du présent document :

Assemblée générale	Résolution	Date limite de validité	Montant maximal autorisé
23 mai 2019 13 ^{ème} résolution	Emission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois, soit jusqu'au 23 juillet 2021	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 9.836.241€ ¹² Montant nominal maximum des valeurs mobilières représentatives de titres de créances : 500.000.000€ ¹³
23 mai 2019 14 ^{ème} résolution	Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autre somme dont la capitalisation serait admise	26 mois, soit jusqu'au 23 juillet 2021	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 9.836.241€ ¹²
23 mai 2019 15 ^{ème} résolution	Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance en rémunération d'apports en nature consentis à la Société	26 mois, soit jusqu'au 23 juillet 2021	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 1.967.248€ ¹² Montant nominal maximum des valeurs mobilières représentatives de titres de créances : 500.000.000€ ¹³
23 mai 2019 16 ^{ème} résolution	Augmentations de capital réservées aux salariés de la Société ou des sociétés de son groupe adhérant à un plan d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois, soit jusqu'au 23 juillet 2021	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 196.724€ ¹²

Aucune de ces autorisations et délégations n'a été utilisée à ce jour par le conseil de surveillance.

6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La Société et/ou ses filiales ont signé un certain nombre de contrats commerciaux et de partenariats, intégrant des clauses offrant au client ou au partenaire la possibilité de résilier le contrat en cas de changement de contrôle.

De plus, en cas de perte du contrôle de la Société par XPO Logistics, Inc., la Société pourrait perdre la licence temporaire d'utilisation de la marque XPO Logistics, et donc l'usage de cette marque, qui lui est consentie par XPO Logistics, Inc. Il est rappelé à cet égard que lors de sa prise de contrôle par XPO Logistics, Inc. la Société a perdu l'usage de la marque Norbert Dentressangle, propriété de son fondateur sous laquelle elle opérait ses activités.

¹² Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des 13^{ème} à 16^{ème} résolutions adoptées lors de l'assemblée générale du 23 mai 2019 ne pourra pas excéder 20.000.000€.

¹³ Le montant global des valeurs mobilières représentatives de titres de créances susceptibles d'être réalisées en vertu des 13^{ème} et 15^{ème} résolutions adoptées lors de l'assemblée générale du 23 mai 2019 ne pourra pas excéder 500.000.000€.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Aucun engagement pris par la Société et correspondant à des indemnités (hors clauses de non concurrence et de non sollicitation contenues dans les contrats de travail des membres du directoire) ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation de leur contrat de travail ou postérieurement à ceux-ci n'existe à ce jour entre la Société et les membres du directoire, et qui pourrait avoir une incidence en cas d'offre publique.

7. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 I du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Malcolm Wilson
Président du directoire de XPO Logistics Europe

ANNEXE : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Ledouble

XPO Logistics Europe

192 Avenue Thiers
69006 Lyon

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Sommaire

1.	<u>INTRODUCTION</u>	7
1.1.	Contexte et termes de l'Offre	7
1.2.	Contours et cadre réglementaire de la mission d'expertise indépendante	11
1.3.	Indépendance et compétence de Ledouble	12
1.4.	Diligences effectuées	13
1.5.	Limites de la Mission	15
1.6.	Plan du Rapport	16
1.7.	Conventions de présentation	16
2.	<u>PRÉSENTATION DE L'OFFRE</u>	17
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	17
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	17
2.3.	Périmètre de l'Offre	18
2.4.	Financement de l'Offre	19
2.5.	Retrait obligatoire et radiation des Actions	19
2.6.	Opérations Connexes et Opérations Subséquentes	19
3.	<u>PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ</u>	23
3.1.	Historique du Groupe	23
3.2.	Présentation des activités du Groupe et de ses marchés	25
3.3.	Analyse des performances historiques du Groupe	32
3.4.	Structure bilancielle au 31 décembre 2020	37
3.5.	Positionnement de XPO Logistics Europe dans le Groupe XPO	41
3.6.	Matrice SWOT	42
4.	<u>ÉVALUATION DE L'ACTION</u>	43
4.1.	Données structurant l'Évaluation	43
4.2.	Références et méthodes d'évaluation écartées	46
4.3.	Transactions récentes sur le capital	49
4.4.	Méthodes d'évaluation retenues	50
4.5.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	60

<u>5.</u>	<u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u>	<u>61</u>
5.1.	Nombre d'Actions dilué	61
5.2.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	61
5.3.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	61
5.4.	Endettement net financier	62
5.5.	Évaluation intrinsèque	62
5.6.	Évaluation analogique par les Comparables Boursiers	64
5.7.	Évaluation analogique par les Transactions Comparables	64
5.8.	Analyse du cours de bourse historique	65
5.9.	Synthèse	65
<u>6.</u>	<u>APPRÉCIATION DE L'INCIDENCE DES OPÉRATIONS CONNEXES ET SUBSÉQUENTES</u>	<u>66</u>
6.1.	Opérations Connexes	66
6.2.	Opérations Subséquentes	66
6.3.	Synthèse	68
<u>7.</u>	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>	<u>68</u>
<u>8.</u>	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>68</u>
<u>9.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>69</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>70</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Action(s)	Action(s) de XPO Logistics Europe
Actionnaires	Actionnaires de XPO Logistics Europe
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de XPO Logistics Europe dont les Actions sont visées par l'Offre
Action(s) de performance	Action(s) de performance de XPO Logistics Europe
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
ANR	Actif net réévalué
Annonce	Annonce de la Transaction en date du 25 novembre 2019
BFR	Besoin en fonds de roulement
BSA	Bons de souscription d'actions
BU	<i>Business Unit(s)</i>
CA	Chiffre d'affaires
Capex	<i>Capital expenditure</i>
Cédant	Elliott Capital Advisors, L.P.
CFO	Cash flow opérationnel
CMPV	Cours moyen pondéré par les volumes
CNR	Comité national routier
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil de Surveillance en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé pour le Conseil de Surveillance
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil de Surveillance	Conseil de surveillance de XPO Logistics Europe
Conseils financiers	Pour XPO Logistics, Inc : Rothschild & Cie
Conseils juridiques	Pour XPO Logistics Europe : cabinet Bompont Pour XPO Logistics, Inc : Darrois Villey Maillot Brochier
CVAE	Cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
Dépôt	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
Direction	Direction de XPO Logistics Europe
Directoire	Directoire de XPO Logistics Europe
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITA	<i>Earnings Before Interests, Taxes and Amortization</i>

EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
Elliott	Fonds Elliott <i>via</i> plusieurs entités
Établissement Présentateur	Rothschild Martin Maurel
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action XPO Logistics Europe
Expert Indépendant	Ledouble
FCF	<i>Free Cash Flow</i>
<i>Freight forwarding</i>	Fret (routier, ferroviaire, aérien, maritime)
FTL	<i>Full Truck Load</i> ou chargement complet d'un camion
FMCG	<i>Fast Moving Consumer Goods</i>
FMI (IFM)	Fonds Monétaire International (<i>International Monetary Fund</i>)
Groupe	XPO Logistics Europe et ses filiales
Groupe XPO	XPO Logistics, Inc. et ses filiales
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IDA	Impôt(s) différé(s) actif
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	XPO Logistics UK Limited
Insee	Institut national de la statistique et des études économiques
Last mile	Transport du dernier kilomètre
Ledouble	Ledouble SAS
LTL	<i>Less Than Truckload</i> ou chargement partiel d'un camion
MBA	Marge brute d'autofinancement
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
ND	Norbert Dentressangle
Notes d'Information	Note d'information de l'Initiateur et note d'information en réponse de la Société
OAT	Obligations assimilables du Trésor
OCDE (OECD)	Organisation de coopération et de développement économiques (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
Offre	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les Actions
OPAS 2015	Offre publique d'achat simplifiée visant un retrait obligatoire initiée en 2015 par XPO Logistics France SAS sur les actions Norbert Dentressangle SA
Opérations Connexes	Opérations connexes à l'Offre

Opérations Subséquentes	Opérations postérieures à l'Offre
OPR	Offre publique de retrait
Pb	<i>Basis Point(s)</i> ou Point(s) de base
PCC	Périmètre et change comparables
PER	Price Earning Ratio
Période Explicite	2021-2024
Période d'Extrapolation	2025-2028
PIB	Produit Intérieur Brut
3PL	<i>Third Party Logistics</i> ou Logistique Tierce partie
Prix de la Transaction	260 € par Action
Prix de l'Offre	315 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 6 avril 2021
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Rapport	Présent rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RFA	Rapport financier annuel
RO	Retrait obligatoire
SEC	<i>United States Securities and Exchange Commission</i>
Société	XPO Logistics Europe
SPA	<i>Sale and Purchase Agreement</i> conclu entre XPO Logistics UK Limited et CIAM le 25 juin 2020
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
Trajectoire Initiale	Prévisions sous-tendant les tests <i>d'impairment</i> aux bornes de XPO Logistics Europe et de XPO Logistics, Inc. au 31 décembre 2020
Trajectoire Révisée	Prévisions révisées par la Direction, présentées à la Commission d'audit et au Conseil de Surveillance
Transaction	Acquisition par XPO Logistics, Inc. de l'ensemble des actions XPO Logistics Europe détenues par Elliott Capital Advisors, L.P.
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
TRM	Transport routier de marchandises
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
VE	Valeur d'Entreprise
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
XPO Logistics France	XPO Logistics France SAS

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (l'« **Offre** ») initiée par XPO Logistics UK Limited (l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec XPO Logistics, Inc., sur les actions de la société XPO Logistics Europe (la « **Société** ») au prix de **315 €** par action (le « **Prix de l'Offre** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») des diligences que nous avons été amenés à réaliser pour émettre en conclusion du Rapport l'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1¹ du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), afin de permettre au Conseil de Surveillance de XPO Logistics Europe (le « **Conseil de Surveillance** ») de rendre son avis motivé, préalablement au dépôt de l'intégralité du projet d'Offre auprès de l'AMF (la « **Mission** ») :

- le projet de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** ») a été déposé auprès de l'AMF le 6 avril 2021 ;
- le Rapport fera partie intégrante du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») qui sera déposé auprès de l'AMF suite à l'avis motivé du Conseil de Surveillance.

Nous précisons, ci-après, le contexte et le contenu de la Mission (§ 1.1 à § 1.5) ainsi que la structure du Rapport (§ 1.6 à § 1.7).

1.1. Contexte et termes de l'Offre

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information², l'Offre s'inscrit dans le prolongement de plusieurs événements intervenus depuis l'offre publique d'achat simplifiée visant un retrait obligatoire initiée en 2015 par XPO Logistics France SAS (« **XPO Logistics France** »), contrôlée par XPO Logistics, Inc., sur les actions Norbert Dentressangle SA au prix de **217,50 €** par action³ (l'« **OPAS 2015** »), et récapitulés ci-après.

Pour mémoire, le rachat d'actions auprès de la famille Dentressangle, préalablement à la mise en œuvre du projet d'OPAS 2015, portait sur :

¹ Article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation ». Sans préjudice du délai précédent, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article. [...] ».

Article 231-26 3° du règlement général de l'AMF :

« Lorsque l'offre est déposée par un actionnaire détenant déjà, directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée, cette dernière ne peut déposer son projet de note en réponse avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de la note d'information par l'initiateur ».

² Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Contexte de l'opération », pp. 6-8.

³ Coupon de 1,80 € détaché.

- 6.561.776 actions, soit 66,71% du capital de Norbert Dentressangle SA, composé de 9.836.241 actions, dont le nombre n'a depuis lors pas varié (§ 2.3.1) ;
- 12.847.638 droits de vote, soit 79,22% des 16.217.383 droits de vote théoriques⁴, dont le nombre a depuis lors évolué⁵ (§ 2.3.1).

1.1.1.Dénouement de l'OPAS 2015

À l'issue de l'OPAS 2015, déclarée conforme par l'AMF le 23 juin 2015, et ouverte du 26 juin au 17 juillet 2015 :

- la participation de XPO Logistics France s'établissait au 31 décembre 2015 à 86,24% du capital et 86,17% des droits de vote théoriques de Norbert Dentressangle SA⁶ renommée XPO Logistics France, les fonds Elliott au travers de plusieurs entités (« Elliott ») ayant acquis avant la clôture de l'Offre plus de 9% du capital et des droits de vote ;
- la participation, directe et indirecte de XPO Logistics, Inc. s'établissait au 31 décembre 2015 à 86,69% du capital et 86,62% des droits de vote théoriques de la Société⁷.

Les conditions de seuils⁸ pour la mise en œuvre du retrait obligatoire dans le prolongement de l'OPAS 2015 n'étaient donc pas réunies. Le contentieux qui s'en est suivi entre XPO Logistics Inc. et XPO Logistics France, d'une part, et Elliott, d'autre part, sur les conditions d'acquisition de la participation d'Elliott au capital de Norbert Dentressangle SA, a été porté devant le Tribunal de commerce de Paris et a fait l'objet de plusieurs procédures diligentées de part et d'autre jusqu'en 2019.

1.1.2.Acquisition de la participation d'Elliott

À la suite de négociations ayant abouti en 2019, XPO Logistics, Inc. et Elliott ont décidé de mettre fin au contentieux susmentionné. Dans un communiqué de presse en date du 25 novembre 2019⁹ :

⁴ Incluant les droits de vote se rapportant aux 44.447 actions propres affectées à la couverture d'options d'achats ou d'actions gratuites et au contrat de liquidité, désormais auto-détenues par XPO Logistics Europe (§ 2.3.1 et § 2.3.2) ; conformément à l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁵ Comme indiqué entre autres à l'article 9 « Droits attachés à chaque action » des statuts de la Société, « *Chaque action donne droit à une voix, toutefois un droit de vote double de celui conféré aux autres actions eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué :*

- a) *à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre (4) ans au moins au nom du même actionnaire.*
- b) *aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit ».*

⁶ Au 31 décembre 2015, XPO Logistics France détenait 8.482.829 actions (sur un total de 9.836.241 actions) et autant de droits de vote (sur un total de 9.844.662 droits de vote théoriques incluant 38.578 droits de vote au titre des actions auto-détenues par XPO Logistics France et 5.869 droits de vote au titre du contrat de liquidité). Source : RFA 2015, p. [54](#).

⁷ Au 31 décembre 2015, XPO Logistics, Inc. détenait, directement et indirectement, en incluant l'ensemble des 44.447 actions auto-détenues par XPO Logistics Europe et affectées au contrat de liquidité, 8.527.376 actions (sur un total de 9.836.241 actions) et autant de droits de vote (sur un total de 9.844.662 droits de vote théoriques).

⁸ 95% du capital et des droits de vote.

⁹ « XPO Logistics, Inc. acquiert l'ensemble des actions d'Elliott Capital Advisors, L.P. dans le capital de XPO Logistics Europe », [25 novembre 2019](#).

- XPO Logistics Europe annonçait avoir été informée, le 22 novembre 2019, par XPO Logistics, Inc. que « *cette dernière a convenu d'acquérir toutes les actions XPO Logistics Europe détenues par Elliott Capital Advisors, L.P. pour un prix total de 233.513.280 €, à savoir 898.128 actions acquises au prix unitaire de **260 €*** » (la « **Transaction** »). La Transaction « *a été conclue entre XPO Logistics, Inc., Elliott Capital Advisors, L.P. et certaines entités qui leur sont affiliées* » ;
- « *XPO Logistics, Inc. a indiqué qu'elle se réservait le droit, à son entière discrétion, d'acquérir à l'avenir, le cas échéant, des actions supplémentaires de XPO Logistics Europe. Si la société choisissait de le faire, ces achats pourraient être effectués par tous moyens, notamment des transactions de gré à gré, des achats sur le marché ou une offre publique¹⁰ » ; et*
- « *Dans le cadre de cette transaction, XPO Logistics Europe et les entités du groupe Elliott abandonneront leurs actions judiciaires réciproques* ».

L'accord transactionnel ainsi conclu le 22 novembre 2019 entre XPO Logistics, Inc. et Elliott (la « **Transaction** »), a scellé la cession par Elliott de 9,13%¹¹ du capital de XPO Logistics Europe, au prix ferme et définitif¹² de **260 €** assorti de l'abandon de toute action judiciaire (le « **Prix de la Transaction** »), augmentant *de facto* la participation, directe et indirecte, de XPO Logistics Inc.¹³, hors actions auto-détenues par la Société, à 95,37%¹⁴ du capital et à 96,43%¹⁵ des droits de vote théoriques de XPO Logistics Europe¹⁶.

Au vu du franchissement des seuils requis pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire¹⁷, XPO Logistics Inc. a alors envisagé la mise en œuvre d'une offre publique suivie d'un retrait obligatoire ; à ce titre, le Conseil de Surveillance réuni le 28 février 2020 a désigné Ledouble en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »)¹⁸.

¹⁰ Souligné par nous.

¹¹ 898.128 actions cédées par Elliott sur un total de 9.836.241 actions composant le capital de la Société.

¹² Sans droit de suite ; la Transaction ne prévoit pas d'ajustement de prix, notamment dans l'éventualité d'une offre publique ultérieure.

¹³ En incluant les 44.447 actions auto-détenues par XPO Logistics Europe (§ 2.3.1 et § 2.3.2).

¹⁴ 9.425.504 actions (réparties à proportion de 8.482.829 actions pour XPO Logistics France, 898.128 actions acquises auprès d'Elliott pour XPO Logistics UK Limited, 100 actions pour XPO Logistics, Inc. et 44.447 actions auto-détenues par XPO Logistics Europe) sur un total de 9.836.241 actions ; hors les 44.447 actions auto-détenues par XPO Logistics Europe, XPO Logistics, Inc. détenait à l'issue de la Transaction, directement et indirectement, 9.381.057 actions représentant 95,37% du capital de la Société.

¹⁵ 12.463.786 droits de vote (répartis à proportion de 11.565.458 droits de vote pour XPO Logistics France, 898.128 droits de vote acquis auprès d'Elliott pour XPO Logistics UK Limited, et 200 droits de vote pour XPO Logistics, Inc.) sur un total de 12.925.172 droits de vote théoriques au [27 novembre 2019](#).

¹⁶ Dans le communiqué de presse du 25 novembre 2019, XPO Logistics Europe déclarait qu'à la suite de l'acquisition de l'ensemble des actions détenues par Elliott, « *XPO Logistics, Inc. détiendra au travers de ses filiales environ 95,4% du capital [hors actions auto-détenues par XPO Logistics Europe] et environ 96,5% des droits de vote théoriques de XPO Logistics Europe* ».

¹⁷ La loi « Pacte » promulguée le 23 mai 2019 a abaissé le seuil du retrait obligatoire de 95% à 90 % du capital et des droits de vote, et celui de l'offre publique de retrait de 95% à 90 % du capital ou des droits de vote.

¹⁸ À la demande de la Société, de l'Initiateur et de leurs Conseils, nous avons été amenés à travailler sur ce projet d'offre publique dès le mois de janvier 2020, en amont de notre désignation par le Conseil de Surveillance en date du 28 février 2020, confirmée par une lettre de mission du Président du Directoire agissant pour le compte du Conseil de Surveillance en date du 29 avril 2020 (**Annexe 1**).

1.1.3. Abandon d'options stratégiques par XPO Logistics, Inc.

À l'issue de la Transaction et au cours du premier trimestre 2020, XPO Logistics, Inc. a en outre annoncé explorer plusieurs pistes stratégiques susceptibles de conduire à une cession ou à une scission d'une ou de plusieurs de ses *Business Units*¹⁹, les activités européennes étant plus particulièrement ciblées²⁰.

Toutefois, dans un contexte de marché perturbé par la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19, XPO Logistics, Inc. a finalement déclaré le 20 mars 2020, auprès de l'autorité des marchés américaine (SEC), mettre fin au processus de revue stratégique annoncé en janvier 2020²¹.

Parallèlement, les travaux que nous avons initiés sur le projet d'offre publique ont été suspendus, à la demande des Conseils de la Société et de l'Initiateur, au lendemain du confinement lié à la survenance de la pandémie²².

1.1.4. Acquisition de la participation de CIAM

La société CIAM²³ (« **CIAM** ») et XPO Logistics UK Limited ont conclu le 25 juin 2020 un accord respectivement de cession et d'acquisition (le « **SPA** ») portant sur la totalité des 68.450 actions XPO Logistics Europe détenues par CIAM, représentant 0,69%²⁴ du capital de la Société, au prix ferme et définitif²⁵ de **242,50 €** par action.

Cette opération a porté *in fine* la participation, directe et indirecte, de XPO Logistics Inc.²⁶, à 96,07%²⁷ du capital et à 96,96%²⁸ des droits de vote théoriques de XPO Logistics Europe (§ 2.3.1).

XPO Logistics Inc. ayant fait part, dans le communiqué annonçant la finalisation de cette acquisition²⁹, ne pas avoir l'intention de lancer une offre publique dans les six mois à venir, les travaux que nous avons repris début juin 2020, suite au déconfinement en date du 11 mai 2020, se sont interrompus.

¹⁹ « XPO Logistics Announces Exploration of Strategic Alternatives for One or More Business Units to Further Enhance Shareholder Value », [15 janvier 2020](#).

²⁰ Le communiqué de XPO Logistics, Inc. du 15 janvier 2020 précisait que l'activité nord-américaine de chargement partiel de camion (« LTL » ou *Less Than Truckload*), représentant une part essentielle de son activité (§ 3.5), était exclue du périmètre concerné par le projet de cession ou de scission. Étaient donc concernées par une éventuelle scission quatre des cinq divisions du groupe XPO Logistics, Inc, à savoir les activités de Transport et de Supply Chain en Europe et celles en Amérique du Nord.

²¹ Formulaire 8-K déposé auprès de la United States Securities and Exchange Commission (SEC), [20 mars 2020](#).

²² Confinement imposé le 17 mars 2020 par décret n° [2020-260](#) du 16 mars 2020 portant réglementation des déplacements dans le cadre de la lutte contre la propagation du virus Covid-19.

²³ Charity Investment Asset Management.

²⁴ 68.450 actions cédées par CIAM sur un total de 9.836.241 actions composant le capital de la Société.

²⁵ Sans droit de suite ; le SPA ne prévoit pas d'ajustement de prix, notamment dans l'éventualité d'une offre publique ultérieure.

²⁶ Hors les 44.447 actions auto-détenues par XPO Logistics Europe (§ 2.3.1).

²⁷ 9.449.607 actions (réparties à proportion de 8.482.929 actions pour XPO Logistics France, 966.578 actions acquises auprès d'Elliott (898.128 actions) et de CIAM (68.450 actions) pour XPO Logistics UK Limited, et 100 actions pour XPO Logistics, Inc.) sur un total de 9.836.241 actions, incluant pour mémoire à ce jour 300 actions prêtées par XPO Logistics France à des membres du Conseil de Surveillance (§ 2.3.1).

²⁸ 12.532.336 droits de vote (répartis à proportion de 11.565.558 droits de vote pour XPO Logistics France, 966.578 droits de vote acquis auprès d'Elliott (898.128 droits de vote) et de CIAM (68.450 droits de vote) pour XPO Logistics UK Limited, et 200 droits de vote pour XPO Logistics, Inc.) sur un total de 12.925.470 droits de vote théoriques à ce jour, incluant pour mémoire 400 droits de vote se rapportant aux 300 actions prêtées par XPO France à des membres du Conseil de Surveillance (§ 2.3.1).

²⁹ « XPO Logistics, Inc. acquiert des actions XPO Logistics Europe », [27 juillet 2020](#).

1.1.5. Annonce du projet de scission au sein de XPO Logistics, Inc.

XPO Logistics, Inc. a annoncé le 2 décembre 2020³⁰ un projet de scission de ses activités de logistique au sein d'un nouveau groupe dont la société faîtière serait cotée sur le *New York Stock Exchange*³¹ et ses actions distribuées aux actionnaires de XPO Logistics, Inc.

Ce projet, consistant à cloisonner les activités logistiques dans une *NewCo* qui prendrait la dénomination de GXO, d'une part, et celles de transport, constituées principalement de la « charge partielle » *i.e.* chargement partiel d'un camion (LTL) et du *brokerage* (courtage en services de camionnage) dans *XPORemainCo*, d'autre part, afin d'être en mesure de les exercer en position de *pure player*, a fait l'objet d'une présentation spécifique aux investisseurs en décembre 2020³², relayée en février 2021 dans la rétrospective annuelle 2020 et la présentation de la *guidance* 2021 adressée aux investisseurs³³.

1.1.6. Annonce du projet d'Offre

Le Conseil de Surveillance réuni le 9 mars 2021 a relancé le projet de dépôt d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, et a confirmé à ce titre la nomination de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre (§ 1.2).

Comme indiqué en introduction, le Projet de Note d'Information a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 6 avril 2021, concomitamment à l'annonce par la Société de la désignation de l'Expert Indépendant³⁴.

1.2. Contours et cadre réglementaire de la mission d'expertise indépendante

Dans les circonstances qui viennent d'être rappelées (§ 1.1) :

- Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 28 février 2020 par le Conseil de Surveillance en qualité d'Expert Indépendant ayant pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre (§ 1.1.6) et d'en apprécier l'équité pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** ») ;
- cette nomination, matérialisée par une première lettre de mission du Président du Directoire³⁵ agissant pour le compte du Conseil de Surveillance, en date du 29 avril 2020, a été réitérée par le Conseil de Surveillance aux termes :
 - du procès-verbal de sa réunion du 9 mars 2021 ; et
 - d'une seconde lettre de mission confirmatoire du Président du Directoire agissant pour le compte du Conseil de Surveillance en date du 19 avril 2021.

Les deux lettres de mission, qui nous ont été adressées en application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08, figurent en **Annexe 1**.

³⁰ « XPO Logistics Announces Plan to Spin Off Logistics Segment to Its Shareholders. Separation of logistics and transportation businesses would create two pure-play industry powerhouses », 2 décembre 2020. Ce communiqué de presse de XPO Logistics, Inc. a été mis à disposition par XPO Logistics Europe le 3 décembre 2020.

³¹ *NewCo* (née de la scission) et *RemainCo* (entité d'origine) seraient ainsi toutes deux cotées à la bourse de New York.

³² « Planned Spin-off of the Logistics Segment », December 2020 ; « Projet de scission du segment logistique », Décembre 2020.

³³ « Investor Presentation », February 2021 ; « Présentation aux investisseurs », février 2021.

³⁴ « Désignation d'un expert indépendant », 6 avril 2021.

³⁵ En la personne de M. Malcom Wilson.

En application de l'article [261-1](#) III du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance a constitué en son sein un comité *ad hoc* (le « **Comité Ad Hoc** ») composé de quatre de ses membres³⁶, dont trois membres indépendants, avec pour mission de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser ses travaux, et de préparer un projet d'avis motivé que le Conseil de Surveillance rendra sur l'Offre.

Cette désignation entre dans le cadre de l'article [261-1](#) I 1° et 4°³⁷ et [261-1](#) II³⁸ du règlement général de l'AMF, de ses instructions d'application n°[2006-07](#)³⁹ et n°[2006-08](#)⁴⁰, ainsi que de la recommandation AMF n° [2006-15](#)⁴¹.

Le contenu du Rapport répond aux dispositions de l'article [262-1](#) du règlement général de l'AMF ainsi que des instructions d'application et de la recommandation précitées.

1.3. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant :

- de XPO Logistics Europe ;
- de XPO Logistics, Inc. ;
- des Conseils juridiques⁴² et financiers⁴³ de la Société et de l'Initiateur ;
- de l'établissement présentateur de l'Offre⁴⁴ (l' « **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

³⁶ Le Comité Ad Hoc réunit Mme Clare Chatfield (membre indépendant), M. Henri Lachmann (membre indépendant), M. François-Marie Valentin (membre indépendant), et Mme Gena Ashe (Vice-présidente du Conseil de Surveillance) ; Mme Sarah Glickman, qui avait rejoint initialement le Comité Ad Hoc, a quitté le Conseil de Surveillance en 2020.

³⁷ Extraits de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...] ».

³⁸ Dans la perspective du retrait obligatoire.

³⁹ « Offres publiques d'acquisition ».

⁴⁰ « Expertise indépendante ».

⁴¹ « Expertise dans le cadre d'opérations financières ».

⁴² Cabinet Bompont (conseil juridique de la Société) et Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I. (conseil juridique de l'Initiateur).

⁴³ Rothschild & Cie (conseil financier de l'Initiateur).

⁴⁴ Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'offre publique de retrait, conformément aux dispositions de l'article [231-13](#) du règlement général de l'AMF.

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08⁴⁵ ;
- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur.

Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.4. Diligences effectuées

Nous rappelons en liminaire qu'à l'issue de notre désignation en date du 28 février 2020 (§ 1.2), nos travaux ont été suspendus en mars 2020 dans le contexte pandémique jusqu'à début juin 2020 (§ 1.1.3) et interrompus fin juillet 2020 à l'issue de l'acquisition par l'Initiateur des actions détenues par CIAM (§ 1.1.4) ; ils ont repris, à une année d'intervalle depuis notre nomination, en mars 2021 avant l'annonce du projet d'Offre le 6 avril 2021 (§ 1.1.6).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une évaluation multicritère de XPO Logistics Europe ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix de l'Offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action de la Société (l'« **Action** » et ensemble les « **Actions** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et de l'Établissement Présentateur, se sont fondées notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché où interviennent la Société et ses filiales (le « **Groupe** ») ;
- l'examen des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base :
 - de discussions avec les interlocuteurs précités ;
 - de la documentation juridique et financière relative à l'Offre ;
 - du Projet de Note d'Information de l'Initiateur⁴⁶ et du Projet de Note en Réponse

⁴⁵ Nous indiquons à toutes fins utiles que depuis notre intervention en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS 2015, nous ne sommes pas intervenus pour le compte de XPO Logistics Europe, ni de XPO Logistics, Inc.

⁴⁶ Projet de Note d'Information déposé auprès de l'AMF le 6 avril 2021 (§ 1.1.6).

de la Société, dans la perspective du dépôt de l'intégralité du projet d'Offre auprès de l'AMF, et en vue de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF ;

- les informations publiques et réglementées accessibles sur les sites internet de :
 - [XPO Logistics Europe](#), en particulier les communiqués de presse ainsi que les rapports financiers annuels (« **RFA** ») et semestriels, et
 - [XPO Logistics, Inc.](#), en particulier les communiqués et documents adressés aux investisseurs et à la SEC, ainsi que ceux concernant le projet de scission des activités logistiques et de transport au sein de XPO Logistics, Inc. ;
- la revue des délibérations du Conseil de Surveillance et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement au projet d'Offre ;
- l'examen des conditions de l'acquisition par XPO Logistics Europe des activités de logistique de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande, finalisée au début de l'année 2021 ;
- l'examen approfondi et critique des données prévisionnelles élaborées par la Direction, au regard notamment :
 - des données prévisionnelles antérieures et des projections sous-tendant les tests de dépréciation des actifs dans les comptes consolidés de XPO Logistics Europe au titre des deux derniers exercices clos le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020 ;
 - du contexte de crise sanitaire et économique depuis l'avènement de la pandémie de Covid 19 ;
 - de notre analyse des performances historiques du Groupe et des tendances identifiées de son environnement concurrentiel ;
- la revue des conditions de financement de l'Offre ;
- la consultation et l'exploitation de notre documentation sectorielle ainsi que les extractions de nos bases de données financières⁴⁷, tant en ce qui concerne le Groupe que les autres acteurs du marché ;
- l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de la Société susceptibles d'avoir eu une incidence sur leur évolution jusqu'à l'annonce du projet d'Offre ;
- la recherche des manifestations d'intérêt antérieures au projet d'Offre qui auraient pu être exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société, ou par des actionnaires pour la cession de leurs titres ;
- l'étude des modalités envisagées de l'opération de scission, annoncée le 2 décembre 2020⁴⁸ par XPO Logistics, Inc., des activités logistiques et de transport, parmi lesquelles celles de XPO Logistics Europe ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales depuis l'OPAS 2015, utile à nos travaux.

⁴⁷ Dont *Bloomberg* (paramètres financiers et Comparables Boursiers) et *S&P Capital IQ* (Comparables Boursiers, notes d'analystes, Transactions Comparables).

⁴⁸ « XPO Logistics Announces Plan to Spin Off Logistics Segment to Its Shareholders », [2 décembre 2020](#).

Nous avons ainsi apprécié le Prix de l'Offre au regard de :

- notre évaluation multicritère de l'Action, complétée par des analyses de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres techniques et des hypothèses clés reflétant les perspectives opérationnelles du Groupe ;
- notre examen, par référence aux informations publiques ainsi qu'aux sources documentaires de nos interlocuteurs et de nos bases de données :
 - des opérations intervenues antérieurement au projet d'Offre sur le capital de la Société, et sur lesquelles porte notre saisine aux termes des lettres de mission que la Société nous a adressées (les « **Opérations Connexes** »),
 - ainsi que des opérations subséquentes aux bornes de XPO Logistics, Inc., décrites dans le Projet de Note d'Information (les « **Opérations Subséquentes** »).

Nous avons également :

- procédé à la revue des travaux de l'Établissement Présentateur, que nous avons comparés avec notre évaluation multicritère de l'Action ;
- prévu d'analyser, le cas échéant, les observations susceptibles d'être formulées par des actionnaires sur le projet d'Offre.

La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.

Nous avons à titre complémentaire obtenu auprès de la Direction et de représentants de XPO Logistics, Inc. la confirmation écrite d'informations se rapportant à l'Opération et à la Mission.

1.5. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Bien que soumise au Conseil de Surveillance, l'Attestation d'Équité n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision incombe au Conseil de Surveillance aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral du Projet de Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport.

1.6. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties prenantes à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement de XPO Logistics Europe (§ 3) ;
- nos travaux d'évaluation de l'Action (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'analyse des Opérations Connexes et des Opérations Subséquentes à l'Offre (§ 6) ;
- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.7. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- livres (£) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- millions de livres (M£) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Société

XPO Logistics Europe est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance sise 192 avenue Thiers à Lyon (69006) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 309 645 539. Son capital s'établit à 19.672.482 € et se compose de 9.836.241 Actions⁴⁹ d'une valeur unitaire de 2 €.

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris⁵⁰.

La présidence du Directoire et la présidence du Conseil de Surveillance sont assurées respectivement par M. Malcolm Wilson et M. Brad Jacobs.

Le capital de XPO Logistics Europe est détenu à 96,07% par les deux sociétés XPO Logistics France (86,24%) et XPO Logistics UK Limited (9,83%), lesquelles sont elles-mêmes contrôlées directement à 100% par XPO Logistics, Inc.⁵¹ (§ 2.2.1).

2.1.2. Initiateur

XPO Logistics UK Limited est une *limited company* de droit anglais, dotée d'un capital social de 5,00 £, sise XPO House, Lodge Way, New Duston, Northampton, NN5 7SL, et immatriculée au registre des sociétés sous le numéro 12130098.

L'Initiateur est une filiale détenue directement à 100% par XPO Logistics, Inc., enregistrée dans l'État du Delaware, et sise Five American Lane, Greenwich, dans l'État du Connecticut (06831), aux États-Unis. Les actions de XPO Logistics, Inc. sont négociées sur le *New York Stock Exchange* (NYSE)⁵².

XPO Logistics, Inc. détient, directement et à travers ses filiales XPO Logistics UK Limited et XPO Logistics France, 9.494.354 Actions, en incluant 44.447 Actions auto-détenues par XPO Logistics Europe et 300 Actions prêtées par XPO Logistics France à des membres du Conseil de Surveillance⁵³, et 12.577.183 droits de vote théoriques de XPO Logistics Europe, représentant respectivement 96,52% du capital et 97,31% des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.3.1).

2.2. Contexte et termes de l'Offre

2.2.1. Objectifs de l'Offre

Les motifs de l'Offre sont exposés dans le Projet de Note d'Information dont le dépôt auprès de l'AMF est intervenu le 6 avril 2021 et a fait l'objet le même jour d'un communiqué.

⁴⁹ Pour mémoire, le nombre d'Actions composant le capital de la Société n'a pas évolué depuis l'OPAS 2015 (§ 1.1).

⁵⁰ Code ISIN : FR0000052870 ; mnémonique : XPO.

⁵¹ Compte tenu de cette structure capitalistique, XPO Logistics, Inc. consolide XPO Logistics Europe par la méthode de l'intégration globale.

⁵² NYSE : XPO.

⁵³ En la personne de M. Brad Jacobs, M. David Wyshner et Mme Gena Ashe.

L'Offre, qui consiste en une offre publique de retrait suivie immédiatement d'un retrait obligatoire, répond à la volonté de XPO Logistics, Inc. d'acquérir la totalité des Actions non encore détenues, directement ou indirectement, dans le capital XPO Logistics Europe (§ 2.3), et de radier les Actions de la cote.

Compte tenu de l'antériorité du contrôle exercé, depuis l'OPAS 2015, par XPO Logistics, Inc. sur XPO Logistics Europe, l'Initiateur n'anticipe pas synergies de coûts ni de revenus significatifs à raison de l'Offre, dans la mesure où ces synergies ont déjà été intégrées au sein de XPO Logistics, Inc. ; l'économie des coûts de cotation de l'Action induite par l'Offre n'est pas significative⁵⁴.

2.2.2.Prix de l'Offre

L'Offre sera entièrement rémunérée en numéraire, au Prix de l'Offre de **315 €** par Action.

2.3. Périmètre de l'Offre

2.3.1.Répartition du capital et des droits de vote

La répartition du capital et des droits de vote de la Société se présente comme suit :

Structure du capital et des droits de vote

Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
XPO Logistics France	8 482 929	86,24%	11 565 558	89,48%
XPO Logistics UK Limited	966 578	9,83%	966 578	7,48%
XPO Logistics Inc.	100	0,00%	200	0,00%
Actions prêtées par XPO France	300	0,00%	400	0,00%
Auto-détention	44 447	0,45%	44 447	0,34%
Total XPO Logistics	9 494 354	96,52%	12 577 183	97,31%
Public	341 887	3,48%	348 287	2,69%
Total	9 836 241	100,00%	12 925 470	100,00%

Source : Société

2.3.2.Actions visées par l'Offre

Au vu de la répartition du capital de la Société (§ 2.3.1), l'Offre porte sur un total de **341.887** Actions, à l'exclusion :

- des 44.447 Actions auto-détenues, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur⁵⁵ ;
- des 300 Actions prêtées par XPO Logistics France à des membres du Conseil de Surveillance (§ 2.1.2), également assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur⁵⁶ ;

⁵⁴ Projet de Note d'Information, § 1.3.4 « Synergies », p. 11. Les coûts annuels, directs et indirects, induits par les contraintes juridiques liées à la cotation des Actions n'ont, d'après les informations dont nous disposons, pas d'incidence matérielle sur la valeur de l'Action.

⁵⁵ En application des dispositions de l'article L. 233-9, I 2° du Code de commerce. Les 44.447 Actions auto-détenues proviennent du contrat de liquidité résilié après l'OPAS 2015 à concurrence de 5.869 Actions ; le solde de 38.578 Actions est affecté aux objectifs du plan de rachat initial, en couverture d'options d'achat d'actions ou d'actions gratuites (§ 1.1).

⁵⁶ En application des dispositions de l'article L. 233-9, I 2° du Code de commerce.

- des Actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 30.000 bons de souscription d'Actions émis par la Société (§ 2.3.3).

2.3.3. Traitement des instruments dilutifs

XPO Logistics France détient des bons donnant droit à la souscription de 30.000 Actions nouvelles, exerçables jusqu'au 31 mai 2021 au prix d'exercice de 59,55 €⁵⁷.

Les Actions sous-jacentes à ces bons de souscription d'actions, qui sont à la main de XPO Logistics, Inc. *via* XPO Logistics France, ne sont par construction pas visées par l'Offre (§ 2.3.2), mais ont une incidence dilutive dans le calcul du nombre d'Actions sous-tendant l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4.1.2).

2.4. Financement de l'Offre

Le financement de l'Offre, hors frais, porte sur une enveloppe de 107.694.405 €⁵⁸.

Il sera réalisé au moyen d'un financement intra groupe consenti sous forme de fonds propres ou de prêts d'actionnaire par XPO Logistics, Inc., qui à cette fin mobilisera sa trésorerie, des lignes de financement et autres disponibilités⁵⁹.

2.5. Retrait obligatoire et radiation des Actions

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-7 du règlement général de l'AMF, les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre⁶⁰.

2.6. Opérations Connexes et Opérations Subséquentes

2.6.1. Opérations Connexes

2.6.1.1. *Acquisition de la participation d'Elliott*

L'acquisition par XPO Logistics, Inc. de 9,13% du capital de XPO Logistics Europe auprès d'Elliott, en date de novembre 2019, au prix ferme et définitif de 260 € par Action, représente la dernière opération significative sur le capital de la Société, intervenue avant la crise sanitaire (§ 1.1.2).

2.6.1.2. *Acquisition de la participation de CIAM*

L'acquisition par XPO Logistics UK Limited de 0,69% du capital de XPO Logistics Europe auprès de CIAM, en date de juin 2020, au prix ferme et définitif de 242,50 € par Action (§ 1.1.4), bien que peu significative en termes de quotité, est représentative des conditions de

⁵⁷ L'assemblée générale des actionnaires du 21 mai 2015 a modifié les termes et conditions des bons de souscription d'actions détenus par les dirigeants. Les rapports annuels subséquents rapportent que cette modification a été suivie du rachat [le 8 juin 2015] par XPO Logistics France de ces bons au prix induit par l'OPAS 2015, sans impact cash pour la Société.

⁵⁸ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 341.887 Actions (§ 2.3.2) x Prix de l'Offre : 315 € (§ 2.2.2).

⁵⁹ Projet de Note d'Information, § 2.8.2 « Modalités de financement de l'Offre », p. 18.

⁶⁰ Projet de Note d'Information, § 2.6 « Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris », p. 16.

désengagement négociées par un actionnaire minoritaire dans un contexte de faible liquidité du titre et de la part marginale du flottant (§ 4.2.5).

À cet égard, et à titre indicatif, nous avons eu par ailleurs connaissance de la proposition exprimée par un actionnaire, au cours du premier trimestre 2021, de céder un bloc restreint d'Actions à un prix également sensiblement inférieur au Prix de l'Offre.

2.6.2. Opérations Subséquentes⁶¹

2.6.2.1. Rémunération de la marque XPO Logistics

Le Projet de Note d'Information⁶² rappelle que depuis l'OPAS 2015 la licence de marque XPO Logistics a été consentie à XPO Logistics Europe à titre gracieux, alors même que les actionnaires ont été informés :

- dans la note d'information relative à l'OPAS 2015, que la licence à titre gratuit, prévue initialement pour une période de trois mois, devait être remplacée par une licence de marque rémunérée, en ligne avec les pratiques de marché⁶³ : *« Il est prévu que le groupe ND [Norbert Dentressangle] soit intégré sous la marque XPO dans les meilleurs délais. Pour une période initiale de 3 mois, cette licence de marque sera conférée à titre gratuit, après quoi XPO Logistics, Inc. et ND négocieront l'octroi par XPO Logistics, Inc. à ND d'une licence de marque rémunérée en ligne avec les pratiques du marché. »* ;
- lors de l'assemblée générale du 18 novembre 2015, que la valorisation de cette licence serait déterminée à dire d'experts et que la marque serait mise à disposition gratuitement jusqu'à ce que cette évaluation soit réalisée⁶⁴ :

« Il est normal et conforme aux pratiques de marché que Norbert Dentressangle SA et ses filiales participent aux coûts de la marque globale XPO dont ils bénéficieront sur le long terme. Un travail de valorisation de la licence sera prochainement réalisé par des experts externes qui seront désignés à cet effet. Jusqu'à ce que cette évaluation soit réalisée, XPO Logistics, Inc. mettra gratuitement sa marque à disposition. En effet, la licence sans redevance initiale d'une durée de 3 mois a déjà été reconduite jusqu'au 8 décembre 2015 sur la base d'une exemption de redevances et sera étendue autant que nécessaire.

Il convient de noter que préalablement au rapprochement avec XPO Logistics Inc., Norbert Dentressangle SA a supporté les coûts liés à la promotion à l'échelle mondiale de la marque Norbert Dentressangle. En tout état de cause, les frais de licence qui seront supportés par Norbert Dentressangle SA seront moindres que les coûts qui auraient été associés à la création d'une nouvelle marque.

Comme cela a été précisé ci-dessus, dans le but d'éviter tout conflit d'intérêts entre la Société et ses actionnaires en ce qui concerne la rémunération de la licence de marque, la Société recourra à un expert indépendant. » ;

⁶¹ Les Opérations Subséquentes décrites ci-après sont résumées dans le RFA 2020, § 2.2.7 « Évolution prévisible de la Société et perspectives d'avenir », pp. 20-21.

⁶² Projet de Note d'Information, § 1.3.6 « Projets de contrat de licence de marque et technologies et de cession intra-groupe de Jacobson », pp. 11-12.

⁶³ Note d'information relative à l'OPAS 2015, § 1.3.6 « Intentions en matière de fusion et d'intégration », p. 15.

⁶⁴ « Réponses aux questions écrites posées au Directoire de Norbert Dentressangle S.A. (la « Société ») en vue de l'Assemblée Générale mixte du 18 novembre 2015 », Question A1 – Changement de dénomination sociale et modification corrélative des statuts (ADAM), p. 3.

- au travers des rapports financiers annuels successifs, du principe de la rémunération de la marque et de la prorogation de la concession gratuite, la dernière prolongation ayant pris fin le 30 juin 2020 : « *Le 9 avril 2020 le Conseil de Surveillance a de nouveau autorisé la conclusion de la prorogation de cette licence jusqu'au 30 juin 2020 avec un effet rétroactif depuis le 31 mars 2020.* »⁶⁵

Le 18 novembre 2020, XPO Logistics, Inc. a informé le Conseil de Surveillance de son intention de proposer à la Société la mise en œuvre de contrats de licence de marque et de technologie à titre onéreux concernant la marque XPO et certaines technologies du groupe XPO utilisées par la Société et ses filiales. Un comité ad hoc, constitué de membres uniquement indépendants, a été créé au sein du Conseil de Surveillance afin :

- d'examiner cette proposition ;
- de nommer un expert indépendant afin de l'assister dans l'évaluation de la redevance proposée et de l'opportunité de la conclusion du contrat de licence d'utilisation dans l'intérêt social de la Société ; et
- de fournir au Conseil de Surveillance les recommandations du Comité ad hoc en ce qui concerne le projet de redevance et de contrat de licence proposés par XPO Logistics, Inc.

Le 8 mars 2021, XPO Logistics, Inc. a informé le Conseil de Surveillance de son intention de suspendre les travaux sur ce projet de licence intra-groupe jusqu'à la fin de l'Offre *i.e.* l'achèvement du retrait obligatoire, ce dont le Conseil de Surveillance a pris acte le 9 mars 2021.

Pour autant, l'Initiateur précise dans le Projet de Note d'information que la mise en place d'un contrat de licence de marque et de technologies est toujours envisagée et, qu'à ce titre, des redevances devraient à l'avenir être facturées⁶⁶.

⁶⁵ RFA 2019, « Convention temporaire de licence de marque », p. 110. Dans ses rapports financiers annuels successifs, au chapitre des risques liés à la présence d'un actionnaire de contrôle, la Société fait à cet égard observer, par un argumentaire *a contrario*, qu'elle « *n'est pas propriétaire de sa marque ni de son logo qui lui sont concédés par XPO Logistics, Inc. au titre d'un contrat de licence, à titre gratuit* », que « *Le Groupe est donc exposé notamment au risque de résiliation de ce contrat de licence. En cas de résiliation, la Société ainsi que ses filiales se trouveraient contraintes de modifier leur dénomination sociale et de ne plus utiliser la marque "XPO Logistics" ni le logo "XPO" dans les délais prévus par le contrat de licence* », et qu'en conséquence « *La concrétisation de ces risques est de nature à avoir des conséquences négatives significatives pour l'activité, les résultats, la situation financière ou les perspectives du Groupe.* »

⁶⁶ Ces dispositions sont rappelées dans le RFA 2020, « Convention temporaire de licence de marque », p. 119 : « *À terme, il est donc prévu, et ce de manière normale et conforme aux pratiques de marché, que les filiales opérationnelles de la Société participent aux coûts de la marque mondiale XPO dont elles bénéficieront sur le long terme. Un travail de valorisation de la licence a été lancé avec des experts externes désignés à cet effet et un Comité ad hoc a été créé et constitué au sein du Conseil de Surveillance en vue d'examiner la proposition de redevance et le projet de contrat de licence à conclure avec les filiales, à recevoir de la société XPO Logistics, Inc. Les travaux du Comité ad hoc ont été suspendus en attente de la réalisation de l'offre publique de retrait déposée le 6 avril 2021 par la société XPO Logistics UK sur les actions de la Société, laquelle sera suivie par un retrait obligatoire.*

La mise en œuvre de la licence de marque ne sera envisagée de nouveau qu'une fois que la société XPO Logistics, Inc. détiendra directement ou indirectement 100% du capital de la Société. »

2.6.2.2. Cession intra-groupe de Jacobson

Selon le même mode opératoire⁶⁷ et la même chronologie⁶⁸ indiqués *supra* concernant le projet de rémunération de la marque XPO Logistics et de technologies développées par XPO Logistics, Inc., le projet de cession par XPO Logistics Europe à XPO Logistics, Inc. de la société Jacobson qui, bien que juridiquement rattachée à XPO Logistics Europe, dépend opérationnellement de XPO Logistics Inc., a été reporté postérieurement à la clôture de l'Offre.

2.6.2.3. Scission au sein de XPO Logistics, Inc.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information⁶⁹, la scission des activités logistiques et de transport exercées par XPO Logistics Inc. (§ 1.1.5) n'est envisagée qu'à l'issue de l'Offre, qui entérinera le contrôle à 100% de XPO Logistics Europe par XPO Logistics, Inc. ; elle devrait ainsi intervenir vraisemblablement au cours du second semestre 2021, sans pour autant, à ce stade, que XPO Logistics, Inc. n'apporte une garantie « *quant à la réalisation de l'opération de scission ou, en cas de réalisation de celle-ci, quant à ses conditions ou ses délais*⁷⁰ ».

Le Projet de Note d'Information mentionne à cet égard que l'Offre, « *envisagée par l'Initiateur depuis 2020, ne constitue pas en tant que telle une étape nécessaire au projet de scission des activités logistiques du groupe XPO au sein d'une société distincte GXO cotée en bourse, annoncé le 2 décembre 2020 par XPO Logistics, Inc., et répond donc à une logique autonome. Toutefois, la réalisation de l'Offre Publique de Retrait pourrait faciliter cette scission en ce qu'elle permettra de simplifier les structures du groupe XPO.* »⁷¹

⁶⁷ Impliquant l'intervention du comité ad hoc constitué de membres exclusivement indépendants au sein du Conseil de Surveillance, et d'un expert indépendant en charge d'assister le comité ad hoc dans l'évaluation des conséquences financières de la cession intra-groupe de Jacobson.

⁶⁸ Depuis 18 novembre 2020 jusqu'au 9 mars 2021.

⁶⁹ Projet de Note d'Information, § 1.3.1 « Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière », p. [10](#).

⁷⁰ « Présentation aux investisseurs », [février 2021](#), p. 3 ; RFA 2020, § 6.2.2 « Événements de l'exercice », « Projet de scission des activités Transport et Logistique », p. [154](#).

⁷¹ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Motifs de l'Offre », p. [2](#).

3. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons, ci-après, l'historique et l'activité du Groupe (§ 3.1 et § 3.2), en lien avec l'évolution récente de son environnement, ainsi que ses performances historiques (§ 3.3 et § 3.4) et son positionnement au sein du groupe XPO Logistics, Inc. dans lequel il est intégré (§ 3.5).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 3.6), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement, pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

3.1. Historique du Groupe

Le Groupe, issu de la prise de contrôle par XPO Logistics, Inc. de Norbert Dentressangle *via* l'OPAS en 2015 (§ 1.1), s'est développé historiquement à la fois par croissance organique et par acquisitions stratégiques. Sa politique de croissance externe a permis, au travers de plusieurs opérations structurantes, d'accélérer son déploiement à l'international et de compléter son offre métiers. Nous rappelons, ci-après, pour mémoire, quelques-unes des dates clés ayant marqué l'histoire du Groupe :

1979	Création de Norbert Dentressangle
1994	Introduction en bourse
1997	Rachat des logisticiens Confluent et UTL
2001	Acquisition de Savam, un des leaders européens du transport de produits volumineux à faible densité
2007	Prise de contrôle du britannique Christian Salvesen, acteur majeur européen du transport et de la logistique
2010	Acquisition des activités de <i>freight forwarding</i> de Schneider Logistics
2011	Rachat du groupe britannique TDG et de la société chinoise APC Beijing International
2013	Acquisition des activités de <i>freight forwarding</i> du groupe Daher et des activités logistiques du groupe Fiege en Italie, Espagne et Portugal
2014	Rachat du groupe américain Jacobson
2015	Prise de contrôle de Norbert Dentressangle par XPO Logistics, Inc. Création de XPO Logistics Europe
2019	Rachat par XPO Logistics, Inc. des actions détenues par Elliott Capital Advisors, L.P. Accord transactionnel mettant fin aux procédures contentieuses avec le fonds
2020	Rachat par XPO Logistics UK Ltd. des actions détenues par CIAM Acquisition des activités logistiques de Kuehne + Nagel au Royaume-Uni et en Irlande
2021	Annnonce du projet d'Offre

Après avoir initié la construction d'un réseau européen de transport avec des implantations en Grande-Bretagne (1979), en Italie (1985), en Espagne (1986) et au Bénélux (1987), l'entreprise drômoise familiale Norbert Dentressangle s'est introduite en bourse en 1994. L'accès au marché financier lui a donné les moyens de concrétiser son ambition de devenir un des acteurs *leaders* de la chaîne d'approvisionnement, en procédant à l'acquisition de plusieurs acteurs logisticiens à la fin des années 1990.

Dans les années 2000 et jusqu'en 2014, le Groupe poursuit sa diversification et consolide sa position sur plusieurs marchés :

- en 2007, il double quasiment de taille en réalisant une offre publique d'achat amicale sur le transporteur et opérateur logistique britannique Christian Salvesen, *leader* européen dans le secteur de la température contrôlée ;
- en 2010, il se dote de l'activité Air & Sea en prenant le contrôle du groupe américain Schneider National implanté à la fois aux États-Unis et en Chine ;
- en 2011, il acquiert le groupe britannique TDG, acteur européen majeur du transport, de la logistique et du *freight forwarding* ; la même année est finalisée l'acquisition de la société chinoise de *freight forwarding* APC Beijing International ;
- en 2013, il fait l'acquisition des activités Air & Sea du groupe Daher en France et en Russie, ainsi que des activités de logistique et de transport du groupe Fiege en Espagne, en Italie et au Portugal ;
- en 2014, il étend sa présence géographique sur le marché américain en réalisant l'acquisition stratégique aux États-Unis de Jacobson⁷², cinquième opérateur de logistique et de transport outre-Atlantique.

La prise de contrôle en 2015 de Norbert Dentressangle par XPO Logistics, Inc. donne naissance à XPO Logistics Europe. Compte tenu du pourcentage de capital détenu par les fonds Elliott à l'issue de l'OPAS 2015 et de procédures contentieuses, XPO Logistics, Inc. n'est alors plus en mesure de racheter le solde du capital de la Société, et l'OPAS n'est pas suivie du retrait obligatoire (§ 1.1.1).

Jusqu'en 2019, le Groupe ne procède à aucune acquisition, mais croît de manière organique, son chiffre d'affaires consolidé passant de 5,4 Md€ en 2016 à 6,4 Md€ en 2019 (§ 3.3.1).

Fin 2019, la Société est informée par XPO Logistics, Inc. de la conclusion d'un accord transactionnel avec Elliott Capital Advisors, L.P., conduisant :

- au rachat de la totalité des actions détenues par Elliott Capital Advisors, L.P. au prix unitaire de 260 € ;
- à l'abandon de leurs actions judiciaires réciproques (§ 1.1.2).

En 2020, XPO Logistics, Inc., par le truchement de sa filiale XPO Logistics Europe, annonce le 9 mars la conclusion d'un accord en vue de l'acquisition de la majorité des activités logistiques contractuelles⁷³ de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande⁷⁴ ; cette acquisition est effective depuis le 1^{er} janvier 2021⁷⁵.

⁷² Acquisition la plus significative réalisée par le Groupe depuis 2007.

⁷³ Services logistiques, notamment distribution amont et aval, gestion des retours et des stocks, principalement dans les secteurs verticaux des boissons, de la technologie et du e-commerce, ainsi que dans la restauration, recouvrant 248 sites et environ 26.000 employés.

⁷⁴ « XPO Logistics va acquérir la majorité des activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni », [9 mars 2020](#).

⁷⁵ « XPO Logistics finalise une acquisition au Royaume-Uni », [4 janvier 2021](#).

Après un exercice 2020 perturbé par la pandémie, notamment dans le secteur du transport, et le rachat de l'ensemble des Actions détenues par CIAM, XPO Logistics, Inc., qui détient désormais plus de 96% du capital et de 97% des droits de vote théoriques de la Société (§ 2.3.2), a décidé au mois d'avril 2021 de lancer le projet d'Offre, par le dépôt du Projet de Note d'Information.

3.2. Présentation des activités du Groupe et de ses marchés⁷⁶

Le Groupe fait partie des acteurs *leaders* de l'industrie du transport et de la logistique. D'envergure internationale, il emploie plus de 50.000 collaborateurs⁷⁷ répartis dans une vingtaine de pays, avec un fort ancrage de ses activités en Europe, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

Les activités du Groupe s'articulent autour des secteurs opérationnels⁷⁸ suivants, correspondant à trois *Business Units* (« BU ») :

- **Supply Chain Europe** : secteur opérationnel couvrant les services logistiques proposés par le Groupe au niveau européen.
 - XPO Logistics Europe fait partie des acteurs de la logistique dits « 3PL »⁷⁹, capables d'offrir des prestations couvrant les trois premiers degrés d'externalisation de la chaîne logistique des entreprises⁸⁰. L'entreposage, la gestion des stocks, la préparation des produits et des commandes pour leur distribution en aval des entrepôts logistiques, font partie des prestations prises en charge par le Groupe ;
 - En 2020, le chiffre d'affaires de ce secteur opérationnel, qui s'est élevé à 3,2 Md€, a été principalement réalisé au Royaume-Uni (42%), en France (18%), au Bénélux (13%), en Espagne (12%) et en Italie (8%)⁸¹. À titre d'information, les activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande ont généré un chiffre d'affaires 2020 estimé à environ 450 M€ ; la consolidation de cette entité dans les comptes de XPO Logistics Europe n'est toutefois effective qu'à compter du 1^{er} janvier 2021 (§ 3.1) ;
 - La clientèle de la BU Supply Chain Europe est peu concentrée⁸² ; les relations commerciales sont encadrées par des contrats spécifiques de durées variables.

⁷⁶ La présentation de l'environnement du Groupe a été réalisée à partir d'informations publiques, en ce compris celles figurant dans la communication financière des principaux acteurs, des entretiens que nous avons menés avec la Direction, et d'études privées.

⁷⁷ Effectif au 31 décembre 2020, hors intérimaires ; les salariés sont pour la plupart basés en Europe, et répartis à proportion d'environ 70% sur l'activité logistique (Supply Chain) et 30% sur l'activité transport (Transport Solutions). Le Royaume-Uni et la France concentrent plus de 70% de cet effectif (respectivement 45% et 26%). En incluant l'ensemble des collaborateurs en relation avec XPO Logistics Europe, le Groupe compte au 31 décembre 2020 plus de 58.000 personnes, dont près de 79% hors hexagone.

⁷⁸ En application de la norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels ».

⁷⁹ Logistique tierce partie ou *Third Party Logistics*.

⁸⁰ Les prestataires 1PL et 2 PL proposent des solutions d'externalisation du transport (1^{er} niveau) et de l'entreposage (2^{ème} niveau). Les acteurs 3PL assurent, en outre, des prestations complémentaires de la chaîne logistique, permettant aux entreprises clientes de se concentrer sur leur cœur de métier.

⁸¹ Les autres pays qui ont contribué en 2020 au chiffre d'affaires du secteur opérationnel Supply Chain Europe sont la Russie (2%), la Pologne, (2%), la Suisse (2%) et la Roumanie (1%).

⁸² À titre indicatif, les 5 premiers clients, les 10 premiers clients et les 100 premiers clients de la BU Supply Chain Europe représentent respectivement 22%, 34% et 83% du chiffre d'affaires annuel 2020 consolidé du Groupe.

- **Supply Chain US** : secteur opérationnel issu du rachat en septembre 2014 du groupe Jacobson, acteur américain spécialiste de la logistique (§ 3.1), la Supply Chain US est organisée autour de la logistique et du transport.
 - Les entités du segment Supply Chain US forment l'un des plus grands prestataires d'entreposage aux États-Unis, avec près de 130 entrepôts dédiés ou multi-clients, et proposent par ailleurs une gamme variée de services logistiques (préparation de commandes, *co-packing*⁸³, contrôle qualité, logistique des retours). Des solutions de transport complètent les activités du segment Supply Chain US⁸⁴ (*freight management*, solutions de transport dédié, divers services d'affrètement assimilables au *brokerage*).
 - En 2020, le secteur opérationnel Supply Chain US a contribué au chiffre d'affaires consolidé à hauteur de 0,6 Md€.
- **Transport Solutions** : le Groupe occupe une position de *leader* sur le marché français et européen du transport de produits conditionnés en lots complets « FTL »⁸⁵ et partiels « LTL »⁸⁶. Il propose en sus une gamme variée de prestations et de solutions de transport, dont celles liées au transport de fret international⁸⁷ et aux activités de transport du dernier kilomètre (« *last mile* »).
 - Compte tenu de sa taille, le Groupe dispose d'un portefeuille clients diversifié, et intervient pour de nombreux secteurs d'activités. Le transport routier de marchandises constitue le cœur de métier de la BU Transport Solutions, l'activité de transport aérien et maritime restant marginale à l'échelle du Groupe.
 - En 2020, le chiffre d'affaires de la BU Transport Solutions, qui s'est élevé à 2,3 Md€, a été réalisé essentiellement en France (45%), au Royaume-Uni (25%) et en Espagne (17%)⁸⁸.
 - Comme évoqué ci-dessus, et par nature, la clientèle de ce segment est peu concentrée⁸⁹ ; la durée moyenne des relations contractuelles varie entre une et trois années.

Le chiffre d'affaires consolidé 2020, qui s'établit à 6,1 Md€, se répartit comme suit par secteur opérationnel et par zone géographique ; la part prépondérante (57%) des activités du Groupe au Royaume-Uni et en France l'expose plus particulièrement aux événements survenant dans ces deux pays, notamment aux conséquences économiques à terme du Brexit sur le marché du transport (§ 3.2.1).

⁸³ Processus consistant à regrouper des produits dans un même conditionnement.

⁸⁴ Au sein de la Supply Chain US, la répartition du chiffre d'affaires 2020 relatif aux pôles logistique et transport est d'environ 85% et 15% respectivement.

⁸⁵ *Full Truck Load*.

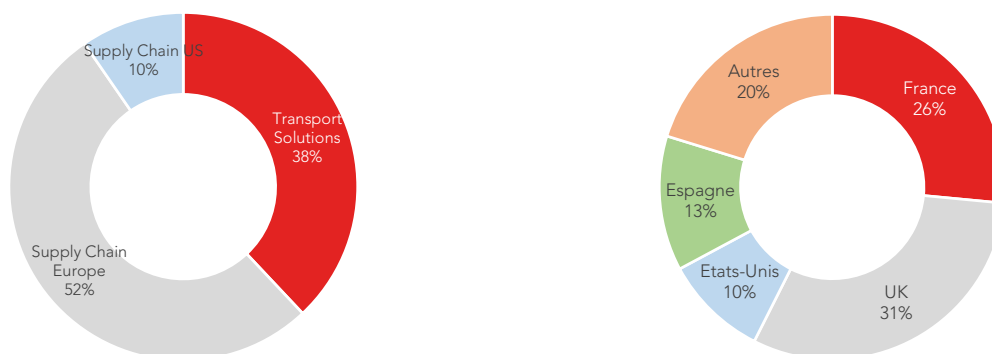
⁸⁶ *Less Than Truckload* ; à la différence du LTL, la charge partielle, qui désigne le transport d'une cargaison d'un volume supérieur à celui d'un colis, est souvent expédiée sur des palettes à destination de plusieurs clients, afin de remplir une remorque complète. Il est à noter que la part du chiffre d'affaires en Europe liée au LTL est marginale, comparée à celle du chiffre d'affaires aux États-Unis.

⁸⁷ Métier du *Global Forwarding*, consistant à fournir des prestations d'organisation internationale de transport.

⁸⁸ Le solde du chiffre d'affaires 2020 de la BU Transport Solutions se répartit dans une quinzaine de pays dont la contribution en cumulé est d'un peu plus de 12% du chiffre d'affaires de cette BU.

⁸⁹ À titre indicatif, les 5 premiers clients, les 10 premiers clients et les 100 premiers clients de la BU Transport Solutions représentent respectivement 11%, 17% et 57% du chiffre d'affaires annuel 2020 consolidé du Groupe.

Répartition du chiffre d'affaires 2020 par secteur opérationnel et par zone géographique



Source : Société

3.2.1. Le marché du transport

Le métier du transport de marchandises peut être segmenté selon de nombreux critères, révélateurs de sa fragmentation⁹⁰, dont :

- le **mode de transport utilisé** : routier, ferroviaire, maritime, aérien. En France et au Royaume-Uni, principaux marchés du Groupe, le transport routier de marchandises (« TRM ») s'impose comme le principal mode d'acheminement, représentant la majeure partie du transport intérieur terrestre des deux pays⁹¹ ;
- le caractère **domestique ou transfrontalier** du transport ;
- le **mode de conditionnement** (transport de marchandises en vrac ou conditionnées) et les **solutions d'affrètement** (messagerie palettisée domestique, transport par camions complets, transport par lot ou groupe de lots) ;
- la **nature des produits transportés**, certains acteurs étant spécialisés dans l'acheminement de produits impliquant des contraintes spécifiques (*e.g.* matières dangereuses, marchandises sous température contrôlée) ;
- les **distances parcourues** (livraison longue distance, *last mile*⁹²) ;
- les **secteurs de clientèle** adressés (*e.g.* retail, alimentaire, santé), dont les perspectives de croissance et le degré de sensibilité à la conjoncture conditionnent les performances des transporteurs.

De nombreux facteurs ont une incidence sur la demande et l'offre de transport, notamment le degré d'externalisation de la fonction par les entreprises, la tertiarisation et les tendances démographiques des économies, les investissements réalisés dans les infrastructures, l'évolution des échanges commerciaux et des habitudes de consommation ou encore les

⁹⁰ Notamment en Europe, au regard de la complexité des réseaux entre les pays ; l'unicité du continent nord-américain tend à faciliter davantage le transport de marchandises.

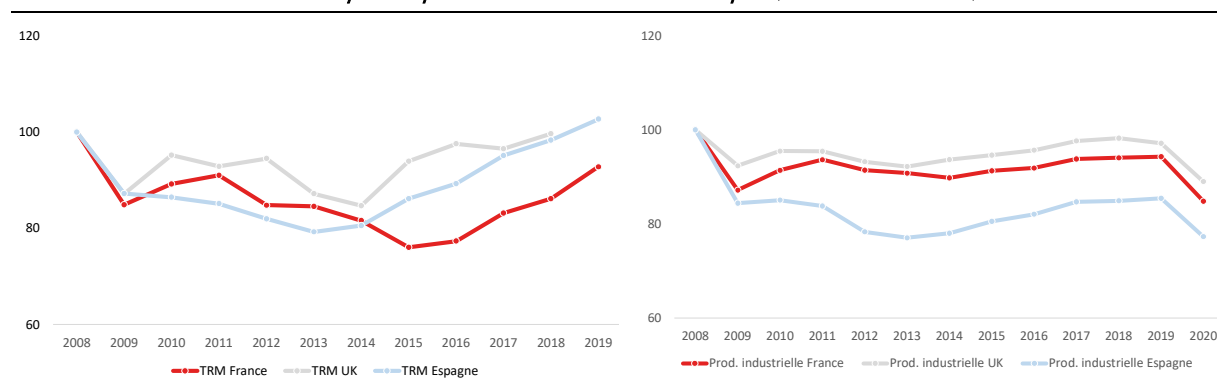
⁹¹ La part du transport routier représentait respectivement 78% et 90% du transport intérieur terrestre de marchandises en France (2019) et au Royaume-Uni (2018). Au cours des deux dernières décennies, la progression de ce mode de transport s'est opérée au détriment du transport ferroviaire et fluvial. Source : [ITF Transport Statistics](#).

⁹² Le marché du *last mile* est opéré notamment par des acteurs de petite taille, spécialisés dans ce créneau.

contraintes environnementales et le cadre légal et réglementaire dans lequel interviennent les prestataires.

De manière générale, le transport de fret, habituellement mesuré en tonnes-kilomètres⁹³, est directement lié à la chaîne d'approvisionnement. Il reflète par conséquent le dynamisme de l'activité économique, et son évolution peut notamment être mise en perspective avec les indices de production de l'industrie manufacturière :

Évolution comparée du TRM et de la production industrielle sur les principaux marchés du Groupe (base 100 en 2008)



Source : OECD iLibrary⁹⁴

D'après l'organisme statistique officiel de l'Union Européenne Eurostat, « *la croissance rapide du commerce mondial jusqu'au début de la crise économique et financière [de 2007-2008] et l'approfondissement de l'intégration dans une Union Européenne élargie, parallèlement à une série de pratiques économiques (dont la concentration de la production sur un nombre réduit de sites afin de tirer profit des économies d'échelle, la délocalisation et les livraisons «juste à temps»), peuvent expliquer la croissance relativement rapide du transport de marchandises au sein de l'Union européenne* »⁹⁵.

Le transport de marchandises, sensible à la conjoncture, a cependant été fortement affecté par l'éclatement en 2008 de la crise économique et financière mondiale⁹⁶, ayant conduit à une phase de consolidation⁹⁷ qui a permis à certains acteurs d'accéder à de nouveaux débouchés, de tirer profit d'économies d'échelle et de renforcer leur maillage territorial. Malgré le phénomène de concentrations observé depuis plusieurs années, le marché du transport demeure particulièrement atomisé.

De 2010 à 2015, la conjoncture économique morose s'est traduite par une contraction du TRM⁹⁸ en Europe de l'Ouest et un chiffre d'affaires de la profession relativement stable. Les acteurs *leaders*, capables de se positionner sur l'ensemble de la chaîne de valeur du transport et disposant d'une assise financière suffisante pour réaliser des opérations de

⁹³ Unité de mesure correspondant au transport d'une tonne de marchandises sur un kilomètre.

⁹⁴ Source des données relatives au TRM : ITF (2021), « [Freight transport](#) », *ITF Transport Statistics* (base de données). Source des données relatives à la production industrielle : OCDE (2021), « [Production industrielle](#) » (indicateur).

⁹⁵ Source : Eurostat (2018) « [Statistiques sur le transport de marchandises](#) ».

⁹⁶ Parmi les trois principales zones géographiques d'implantation du Groupe, l'Espagne, qui avait enregistré au début des années 2000 une croissance plus importante que le reste de l'Europe, a été le pays le plus touché par la crise économique de 2008.

⁹⁷ Extrait de l'étude Xerfi (2019), « Le transport routier de marchandises », novembre : « *Le secteur du transport routier de marchandises est constitué historiquement de nombreuses TPE. Si cette situation est toujours d'actualité, la tendance est néanmoins à une certaine concentration depuis la crise économique de 2008-2009. Les grands groupes ont intensifié leurs stratégies de croissance externe en multipliant les acquisitions afin de développer leurs réseaux en France et à l'international* ».

⁹⁸ Exprimé en tonnes-kilomètres.

croissance externe sources de synergies, ont globalement enregistré de meilleures performances sur cette période.

Sur la période 2016-2019, le volume orienté de nouveau à la hausse et les revalorisations tarifaires⁹⁹ ont permis à de nombreux transporteurs de bénéficier d'une croissance de leur chiffre d'affaires¹⁰⁰. Au Royaume-Uni, l'entrée en vigueur du Brexit et l'incertitude quant à l'issue des négociations sur les futures relations entre le pays et l'Union Européenne, engendrent des facteurs de risques spécifiques¹⁰¹ pour le transport routier de marchandises sur cette zone.

En France, Xerfi estimait, sur la base des données à novembre 2020 enregistrant le choc de la pandémie de Covid-19, un repli d'environ 14% de l'activité transport et entreposage au titre de l'année 2020, suivi d'une reprise de 10% en 2021¹⁰² notamment portée par le fret. La croissance du secteur s'inscrit au-delà des projections de PIB établies par le FMI (§ 3.2.3).

3.2.2. Le marché de la logistique

Le développement et la complexification des réseaux commerciaux conduisent certaines entreprises à externaliser leurs fonctions logistiques auprès de fournisseurs de services extérieurs. La logistique contractuelle couvre, au-delà des services traditionnels de transport, l'ensemble des opérations liées à la gestion de la chaîne d'approvisionnement (*supply chain*). Les prestataires logistiques assurent des services en amont (entreposage, gestion des stocks) et en aval avec la livraison des produits au client (logistique des retours), en passant par la préparation et la gestion des commandes.

Le marché peut être segmenté entre l'offre :

- des prestataires généralistes (parmi lesquels Geodis, Kuehne+Nagel et XPO Logistics) ;
- des entreprises de taille intermédiaire qui se positionnent comme des spécialistes de la logistique contractuelle (parmi lesquels FM Logistic¹⁰³, ID Logistics¹⁰⁴ et STEF¹⁰⁵) ;
- des acteurs locaux et des logisticiens couvrant un secteur ou un domaine d'expertise spécifique.

⁹⁹ La forte intensité concurrentielle dans l'industrie du transport limite la capacité des transporteurs à répercuter la hausse de leurs charges. Les revalorisations tarifaires sont toutefois parfois prévues par des clauses contractuelles ; en cas de menace de pénurie des capacités de transport ou de prestations à plus forte valeur ajoutée, les acteurs sont également en mesure de renégocier leurs conditions commerciales.

¹⁰⁰ À titre d'exemple, dans son étude publiée fin 2019 sur le transport routier de marchandises, Xerfi estime que la croissance du chiffre d'affaires du TRM en France s'établissait respectivement à 1,1% en 2016, 4,3% en 2017, 3,7% en 2018 et 2,0% en 2019. Xerfi (2019), « Le transport routier de marchandises », novembre.

¹⁰¹ Facteurs de risques décrits par le Groupe dans le RFA 2019, p. 29 et suiv.

¹⁰² Xerfi (2020), « Le transport et l'entreposage », novembre.

¹⁰³ Entreprise familiale implantée à l'international, FM Logistic occupe une position de *leader* sur le marché français ainsi qu'en Europe de l'Est. Le groupe développe des solutions innovantes à destination de secteurs clés tels que le FMCG (*fast moving consumer goods*), la grande distribution généraliste et spécialisée et le e-commerce.

¹⁰⁴ Entreprise cotée et acteur implanté à l'international occupant une position de *leader* en France sur les secteurs de la distribution, du e-commerce et du FMCG (§ 4.4.2.2).

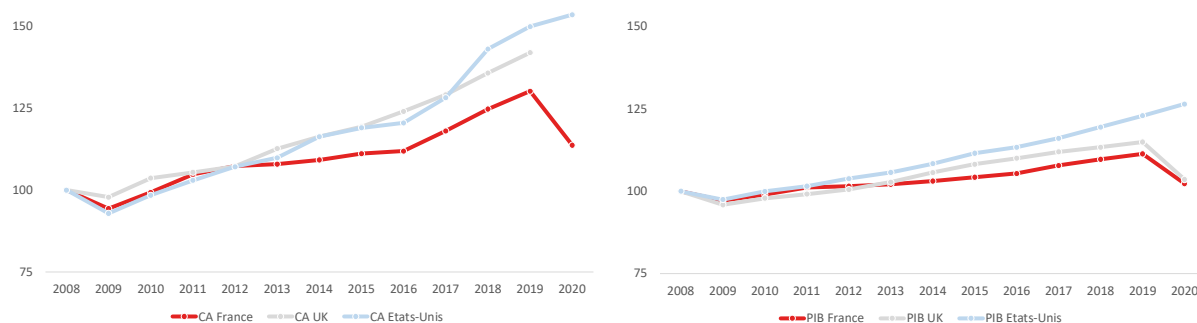
¹⁰⁵ Entreprise cotée et acteur *leader* de la *supply chain* alimentaire (logistique en température dirigée) en France et en Europe de l'Ouest (§ 4.4.2.2).

Si l'essor du e-commerce est source d'opportunités pour les logisticiens, ce phénomène implique de leur part des investissements, et entraîne également des risques pour les acteurs traditionnels, désormais concurrencés par les géants de l'Internet (Amazon, Ebay, Google, Uber), qui se lancent sur le marché de la logistique et externalisent ainsi de moins en moins de fonctions auprès des prestataires externes.

Au même titre que le marché du transport, la logistique contractuelle est corrélée aux indicateurs économiques de production, mais a connu ces dernières décennies une croissance plus rapide, du fait des efforts entrepris par les logisticiens pour enrichir leur offre, et de l'externalisation croissante¹⁰⁶ de cette fonction par les entreprises, à la recherche d'une plus grande flexibilité¹⁰⁷, d'un savoir-faire ou encore d'un accompagnement à l'international.

Les métiers de la logistique et du transport étant étroitement liés, les statistiques nationales ne permettent pas de suivre de manière simple et isolée le chiffre d'affaires de la logistique contractuelle. Nous présentons toutefois, ci-après, l'évolution du chiffre d'affaires estimé des entreprises de transport et de logistique sur les principales zones géographiques du Groupe, en comparaison avec les indices nationaux de production intérieure brute (PIB) :

Évolution comparée du chiffre d'affaires de la profession et du PIB sur les principaux marchés du Groupe (base 100 en 2008)



Source : OECD iLibrary¹⁰⁸, Insee¹⁰⁹, Office for national statistics¹¹⁰, Ibisworld¹¹¹

Le marché de la logistique contractuelle, bien que comportant de nombreux acteurs, reste plus concentré que celui du transport, du fait notamment des investissements requis pour disposer des entrepôts. Par ailleurs, le développement des technologies de l'information et de la communication (TIC) ainsi que l'évolution des modes de consommation transforment les schémas logistiques des grands donneurs d'ordres, et requièrent de la part des prestataires des efforts d'investissement supplémentaires pour être en mesure de proposer une offre compétitive couvrant l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. L'essor du e-commerce, la multiplication des canaux de distribution, la transformation de la logistique en milieu urbain et l'automatisation des processus, font partie des défis à relever par les logisticiens.

¹⁰⁶ En Europe, les pays nordiques ont historiquement été en avance dans l'externalisation de la fonction logistique.

¹⁰⁷ Allègement de la structure de coûts fixes et/ou économies dans certaines situations.

¹⁰⁸ OCDE (2021), [Prévisions du PIB réel](#) (indicateur).

¹⁰⁹ Insee (2021), Indice de chiffre d'affaires, [Transports et entreposage](#).

¹¹⁰ Office for National Statistics (2021), UK National Accounts, [Transportation & Storage](#), The Blue Book time series (BB).

¹¹¹ Ibisworld (2020), « Third-Party Logistics in the US Market Size 2003-2026 ».

3.2.3. Incidence de la crise sanitaire

Tout d'abord ressentis au travers une mise à l'arrêt de la production chinoise, les effets de la crise sanitaire sur le secteur du transport et la logistique pris dans sa globalité se sont propagés à l'ensemble des pays, impactant toutes les typologies de transport et de fret (routiers, aériens, maritimes, ferroviaire). Les segments de clientèle adressés ainsi que les acteurs ont néanmoins été touchés de manière hétérogène par les ruptures dans la chaîne d'approvisionnement :

- l'e-commerce se démarque positivement, avec une progression des commandes en ligne, enregistrées notamment sur les biens de première nécessité ; sur ce créneau, les transports routiers ont été fortement sollicités afin de répondre à une demande additionnelle liée aux denrées alimentaires ;
- les secteurs de l'automobile, l'électronique, la chimie ou encore le textile ont été contraints de faire face successivement à des ruptures d'approvisionnement, en raison du poids prépondérant de la Chine en tant que fournisseur de ces produits, suivies d'un choc de la demande engendré par le confinement des populations intervenu à diverses périodes selon les pays ;
- les entreprises locales ont davantage souffert de la crise sanitaire, souvent pénalisées par l'absence de plan de fonctionnement en mode dégradé ou d'un manque de technologie. Parallèlement, les principaux opérateurs ont été mis à contribution dans la livraison de matériel médical, et leur digitalisation accrue leur a permis de répondre plus aisément que les plus petits acteurs à la demande en ligne ainsi qu'aux problématiques de traçabilité des marchandises.

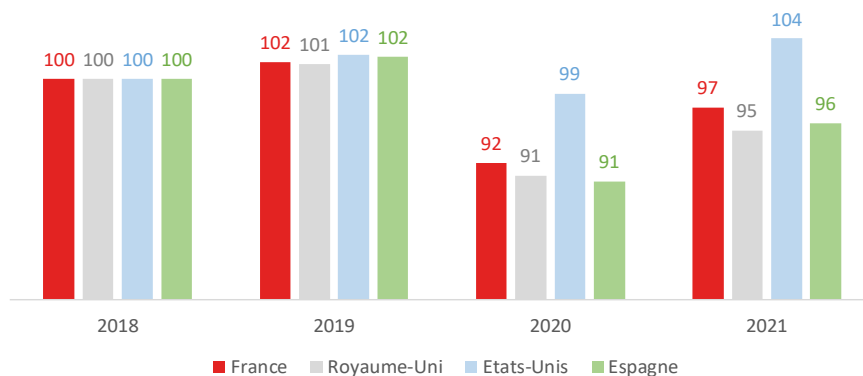
Le choc de la demande observé lors de l'avènement de la crise sanitaire s'est également traduit par un surstockage de certains produits, comme le pétrole¹¹², entraînant une chute des cours bénéfique aux transporteurs. Cet effet favorable a été contrebalancé par les mesures de sécurité ayant dû être mises en œuvre afin d'assurer une poursuite de l'activité. Les segments de clientèle fortement touchés par les ruptures d'approvisionnement seront probablement amenés à repenser leur distribution, avec un phénomène de relocalisation attendu. Les investissements en matière d'automatisation ou encore d'*Internet of Things* (IoT), qui représentent un enjeu majeur au sein du secteur, devraient permettre aux différents acteurs de se différencier en offrant des services à valeur ajoutée et aux marges plus élevées¹¹³.

Du fait de sa dépendance à l'évolution des flux de marchandises, le marché de la logistique et du transport est étroitement lié au contexte économique national et international. Le FMI, dans sa mise à jour des perspectives de l'économie mondiale en janvier 2021, souligne le caractère sans précédent de la crise provoquée par la pandémie du Coronavirus, qui touche l'ensemble des zones et des économies. Nous présentons, ci-après, l'évolution du PIB attendue à court terme sur les principales zones d'implantation du Groupe :

¹¹² CNBC, « The hunt for oil storage space is on — here's how it works and why it matters », [22 avril 2020](#).

¹¹³ Xerfi (2020), « Le marché mondial des services logistiques », octobre.

Évolution attendue du PIB en 2020 et 2021 sur les principaux marchés du Groupe (base 100 en 2018)



Source : FMI¹¹⁴

La reprise de l'activité au second semestre 2020 a conduit le FMI à réviser ses perspectives de croissance, anticipant une reprise mondiale de l'ordre de 5,5% et 4,2% respectivement en 2021 et 2022. Il souligne également, outre l'incertitude exceptionnelle des prévisions :

- les disparités d'un pays à l'autre, et ce même au sein des pays avancés ayant été en mesure d'apporter un soutien budgétaire aux ménages et aux entreprises. Ainsi le Royaume-Uni et la zone euro ne devraient renouer avec les niveaux d'avant crise qu'à compter de 2022 ;
- la dépendance de la consommation, des investissements et de l'emploi à l'arrivée des vaccins permettant de contenir l'épidémie et renforçant la confiance des entreprises et des ménages ;
- la nécessité de poursuivre les mesures de soutien court terme, avec pour objectif l'atteinte d'une croissance « résiliente et équitable » à moyen terme.

3.3. Analyse des performances historiques du Groupe

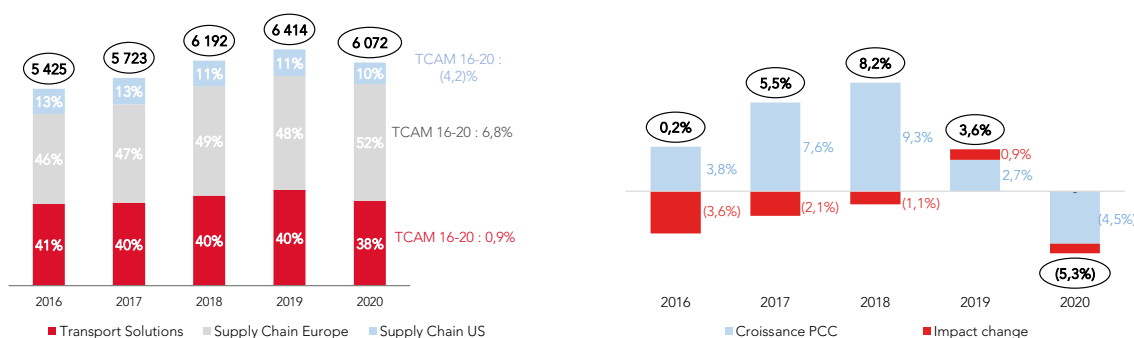
Nous présentons, ci-après, les performances du Groupe sur la période historique 2016-2020, en termes de chiffre d'affaires (§ 3.3.1), de rentabilité opérationnelle (§ 3.3.2) et de flux de trésorerie (§ 3.3.3).

3.3.1.Évolution du chiffre d'affaires

La contribution annuelle des différents secteurs opérationnels ainsi que l'incidence des variations de change sur le niveau d'activité exprimé en euros, permettent d'isoler la croissance à taux de change et à périmètre constant (« PCC ») :

¹¹⁴ FMI (2021), « Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale », [janvier](#).

Évolution du chiffre d'affaires sur la période 2016-2020



Source : Société

Au cours des cinq derniers exercices clos, le Groupe a enregistré un taux de croissance annuelle moyen (« **TCAM** ») de son chiffre d'affaires égal à 2,9%. Ce constat peut être nuancé en observant l'évolution des activités du Groupe par secteur opérationnel et par pays. En particulier, nous notons que sur la période 2016-2020¹¹⁵ :

- tous métiers confondus, la hausse du chiffre d'affaires a été plus marquée en Europe (+3,9%) qu'aux États-Unis (-4,9%), la Supply Chain US ayant notamment été affectée par la perte de clients au cours de l'exercice 2018, ainsi que par l'occurrence de la crise sanitaire intervenue début 2020 ;
- toutes zones confondues, le dynamisme des activités a davantage profité aux BU Supply Chain Europe (+6,8%) et Transport Solutions (+0,9%), qu'à la BU Supply Chain US (-4,2%) ;
- en Europe, l'activité Supply Chain Europe fait preuve de résilience, portée par la demande émanant du e-commerce et de la distribution alimentaire. Le segment Supply Chain US se trouve davantage impacté (-19,3% au titre de l'exercice 2020) par la crise sanitaire, ainsi que par l'arrêt des activités à faible marge. Le Transport pâtit également des effets de la pandémie. En définitive, le repli de 5% du chiffre d'affaires global en 2020 est largement imputable à la survenance de la Covid-19 et au contexte pandémique à l'échelle mondiale (§ 3.2.3).

Le Groupe réalise par ailleurs une part significative de son activité au Royaume-Uni et est également présent aux États-Unis (§ 3.2) ; il est par conséquent exposé aux variations de devises :

- sur la période 2016-2020, le chiffre d'affaires consolidé a notamment été affecté en 2016 par la dépréciation de la livre sterling à l'issue du référendum sur le projet du Brexit ;
- l'appréciation du dollar au cours de l'exercice 2019 a renforcé la croissance du chiffre d'affaires consolidé exprimé en euros ; cet effet a néanmoins été inversé en 2020 avec le net repli du dollar, conséquence directe de la crise sanitaire.

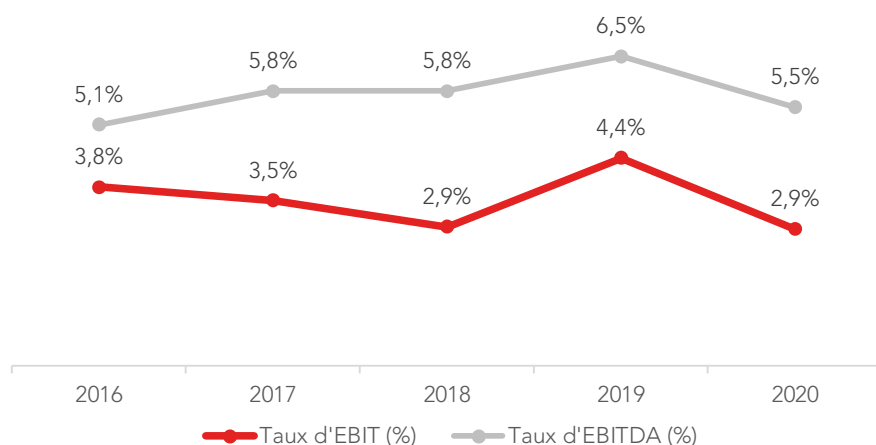
L'incidence des variations de change au niveau de la rentabilité opérationnelle du Groupe est toutefois atténuée par le fait que les revenus et les charges sont, pour l'essentiel, libellés dans la même devise.

¹¹⁵ Les pourcentages indiqués ci-après correspondent aux TCAM 2016-2020.

3.3.2.Évolution de la rentabilité opérationnelle

Le Groupe communique historiquement, pour chacun de ses secteurs opérationnels, sur son résultat opérationnel (« EBIT »). Afin d'isoler l'incidence des variations annuelles des amortissements et des provisions, nous avons également apprécié l'évolution de la rentabilité par référence à la marge d'EBITDA¹¹⁶ que nous avons estimée à partir des informations publiées par le Groupe :

Évolution de la rentabilité opérationnelle sur la période 2016-2020¹⁷



Sources : Société, Ledouble

3.3.2.1. Évolution de la marge d'EBIT

La marge d'EBIT, par construction plus volatile, a oscillé entre 2,9% et 4,4% du chiffre d'affaires consolidé sur la période 2016-2020 ; le résultat opérationnel a toutefois été affecté par des événements exceptionnels. En particulier :

- la marge d'EBIT a été majorée en 2016 des gains résultant de la cession d'actifs et de la restructuration de fonds de pension (40 M€), ainsi que par des ajustements positifs des dettes liées aux compléments de prix (24 M€). En l'absence de tels produits l'année suivante, le taux de marge d'EBIT publié par le Groupe en 2017 était en léger repli ;
- en 2018, la marge opérationnelle a été impactée négativement par la situation au Royaume-Uni, d'une part, du fait de l'évolution du cadre réglementaire qui a entraîné une augmentation des engagements de retraite (16 M€) et, d'autre part, en raison du dépôt de bilan d'un client (14 M€) ;
- la crise sanitaire survenue au cours du premier trimestre 2020 a pesé sur la rentabilité opérationnelle (§ 3.3.2.3).

¹¹⁶ Nous rappelons que l'EBITDA, en tant qu'indicateur alternatif de performance, est une notion dont la construction n'est pas normée et, dès lors, peut varier selon les émetteurs et les circonstances ; notre estimation de la marge d'EBITDA est par conséquent susceptible de différer du montant calculé par le Groupe pour les besoins de son reporting interne ou le contrôle du respect de ses engagements financiers. L'EBITDA sous-tendant nos travaux d'évaluation se fonde sur le résultat opérationnel communiqué par la Société, retraité des dotations aux provisions et amortissements, des résultats sur cessions d'actifs d'exploitation, des plus ou moins-values sur cessions d'actifs immobiliers et de l'incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

¹¹⁷ Afin d'aboutir à une présentation homogène, les données 2019 et 2020 ont été retraitées de l'incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

3.3.2.2. Évolution de la marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA évolue historiquement entre 5,1% et 6,5%, avec toutefois :

- une tendance à la hausse sur la période 2016-2019, ce dernier exercice enregistrant un point haut principalement justifié par le dynamisme des activités Supply Chain Europe¹¹⁸ et les résultats enregistrés en Espagne et au Royaume-Uni sur le segment Transport Solutions ;
- suivie d'un repli de la marge opérationnelle en 2020, pénalisée par le poids des charges fixes dans le contexte pandémique.

3.3.2.3. Incidence de la crise sanitaire sur la rentabilité opérationnelle

La crise sanitaire ressentie dans l'ensemble des pays a particulièrement affecté le résultat opérationnel des trois BU au cours du premier semestre 2020¹¹⁹ ; toutefois, et par contraste, la Supply Chain Europe affiche une croissance de sa rentabilité sur le second semestre 2020, l'activité des autres BU tendant en outre à se rétablir, sans pour autant compenser les pertes subies en année pleine.

La comparaison de la performance opérationnelle des trois BU entre 2019 et 2020 en est le reflet :

EBIT					
M€	2016	2017	2018	2019	2020
Supply Chain Europe	118	120	105	195	200
Supply Chain US	47	24	27	34	(2)
Transport Solutions	40	56	50	53	(23)
Total EBIT consolidé	205	200	182	282	175

Sources : rapports annuels

- la rentabilité de la BU Supply Chain Europe est portée par la demande du e-commerce et de la distribution alimentaire dans la plupart des pays, en dépit de la baisse des volumes constatée par ailleurs ;
- la BU Supply Chain US enregistre une légère perte, conséquence de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité logistique outre-Atlantique combinée à la perte d'un client historique ;
- la chute de rentabilité de la BU Transport Solutions résulte des restrictions au commerce et aux voyages imposées au cours du premier semestre 2020 par la propagation du Coronavirus, qui ont notamment provoqué la fermeture de nombreux entrepôts logistiques, et ont lourdement pesé sur les volumes, à l'exception de l'activité *last mile*.

¹¹⁸ La rentabilité de la Supply Chain US est quant à elle impactée négativement depuis 2018 par la baisse du chiffre d'affaires Transport au sein de cette BU.

¹¹⁹ L'impact de la pandémie de Covid-19 a été massif sur le deuxième trimestre 2020.

3.3.2.4. Suivi budgétaire

La comparaison entre les objectifs budgétaires et les réalisations fait ressortir le caractère volontariste des budgets par rapport aux marges d'EBITDA réellement dégagées par le Groupe, tant sur l'exercice 2020 affecté par la pandémie que sur les exercices antérieurs :

- la BU Transport apparaît plus exposée aux aléas que les BU Supply Chain Europe et Supply Chain US ;
- nous comprenons de nos entretiens auprès de la Direction que l'ambition des visées budgétaires est à relier à leur fonction de pilotage pour les organes de gouvernance du Groupe XPO Logistics, Inc. et de ses filiales, et que c'est à ce titre que seul le budget est habituellement présenté au Conseil de Surveillance, à l'exclusion de projections à plus long terme.

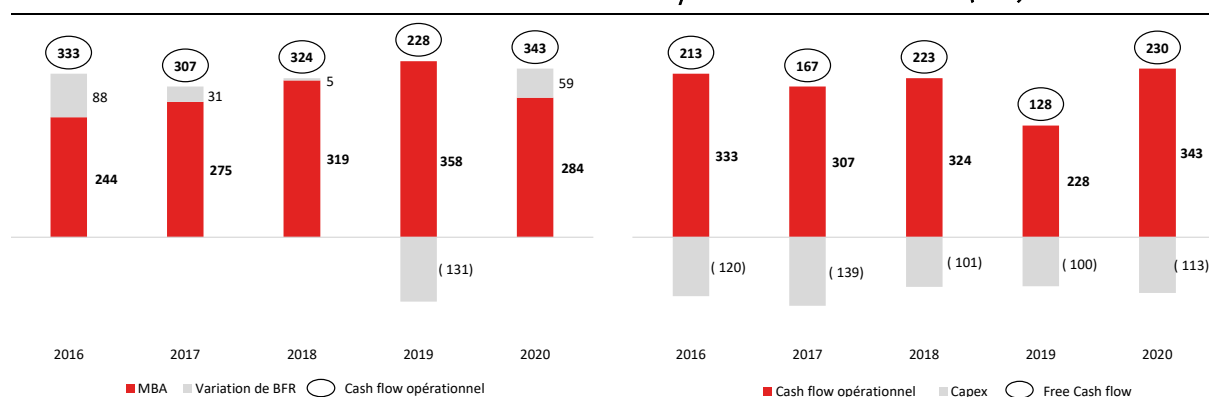
À titre d'information, le taux de marge d'EBITDA réalisé au premier trimestre 2021 est en retrait de 40 points de base par rapport aux données budgétaires¹²⁰.

3.3.3.Évolution des flux de trésorerie

En lien avec notre analyse de l'évolution du chiffre d'affaires et de la rentabilité du Groupe, nous avons examiné, sur la période 2016-2020 :

- le **cash flow opérationnel** (« CFO »), ventilé entre la marge brute d'autofinancement¹²¹ (« MBA ») et la variation annuelle de besoin en fonds de roulement (« BFR ») ;
- la formation du flux de trésorerie disponible (« FCF »), correspondant au **cash flow** opérationnel minoré des flux d'investissement nets (« Capex¹²² ») :

Évolution du CFO et du FCF sur la période 2016-2020¹²³ (M€)



Source : Société, analyses Ledouble

¹²⁰ Incluant les activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande.

¹²¹ Dans sa communication financière, XPO Logistics Europe désigne la MBA sous le terme « marge opérationnelle brute d'autofinancement après impôt versé ».

¹²² Correspondant, dans le tableau des flux de trésorerie consolidés, aux « flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement ».

¹²³ Le graphique qui suit exclut les flux de trésorerie liés aux activités de financement, à l'exception des exercices 2019 et 2020 pour lesquels nous avons retraité la présentation des flux de remboursement d'emprunts liés à l'application de la norme IFRS 16. Les flux de trésorerie ainsi exprimés sont comparables aux flux prévisionnels de trésorerie modélisés dans la méthode d'évaluation intrinsèque que nous avons mise en œuvre (§ 4.4.1).

Au cours des cinq derniers exercices, nous relevons que :

- la progression du chiffre d'affaires et de la rentabilité du Groupe entraîne une tendance haussière de la marge brute d'autofinancement, indicateur clé permettant d'apprécier sa capacité à générer des flux de trésorerie récurrents ;
- malgré la hausse du volume d'activité, l'enveloppe consacrée aux investissements a diminué. Ce constat est toutefois à nuancer car il est le fait principalement de l'orientation du Groupe vers un modèle *asset light*, qui s'est traduit par un recours accru aux contrats de location-financement, le remboursement des engagements de location venant grever une partie de la trésorerie disponible.

3.4. Structure bilancielle au 31 décembre 2020

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 31 décembre 2020 :

Bilan simplifié	
M€	déc.-20
Écarts d'acquisition	949
Actif immobilisé hors IFRS 16	908
Droits d'utilisation	824
Impôts différés actifs	51
Autres actifs non courants	61
Actifs non courants	2 793
BFR actif	1 528
Trésorerie et équivalents de trésorerie	326
Actifs courants	1 854
Total Actif	4 647
Capitaux propres part du groupe	980
Intérêts minoritaires	28
Capitaux propres	1 009
Provisions	105
Emprunts et dettes financières	968
Obligations locatives	925
Impôts différés passifs	55
BFR passif	1 470
Dettes vis-à-vis de XPO Logistics Inc.	110
Autres passifs	6
Provisions et dettes	3 638
Total Passif	4 647

Source: Rapport financier annuel 2020

3.4.1. Écarts d'acquisition

La stratégie de croissance externe mise en œuvre historiquement par le Groupe se traduit par un poids significatif des écarts d'acquisition, qui représentent environ 20% de la valeur totale des actifs au 31 décembre 2020.

Ces *goodwills* (949 M€) résultent des opérations réalisées :

- en 2014, avec le rachat du groupe américain Jacobson (380 M€¹²⁴) ;
- au Royaume-Uni, sur les BU Supply Chain (170 M€) et Transport Solutions (100 M€) ;
- en France (157 M€) et en Espagne (84 M€) ;
- dans d'autres pays (58 M€).

Des tests de dépréciation d'actifs sont réalisés annuellement¹²⁵, pour chaque unité génératrice de trésorerie (UGT), sur la base d'un plan d'affaires à 5 ans établi et validé par la Direction de XPO Logistics Europe.

Au 31 décembre 2020, suite à un arrêt de l'activité, le Groupe a procédé à la dépréciation intégrale des écarts d'acquisition attachés à XPO Global Forwarding Netherlands (1.085 K€).

3.4.2. Actif immobilisé

L'actif immobilisé hors écarts d'acquisition (1.732 K€) est composé :

- d'immobilisations incorporelles (296 M€), correspondant essentiellement :
 - aux relations clients identifiées lors des acquisitions¹²⁶ (233 M€) ;
 - aux logiciels et licences informatiques utilisés par le Groupe ;
- d'immobilisations corporelles détenues en pleine propriété (611 M€), comprenant le matériel de transport et l'outillage industriel ;
- des droits d'utilisation (824 M€) comptabilisés par le Groupe depuis le 1^{er} janvier 2019, conformément à la norme IFRS 16 « Contrats de location », en regard des obligations locatives y afférentes à hauteur de 925 M€. Ces droits se rattachent essentiellement aux actifs immobiliers ainsi qu'au matériel et à l'outillage loués par le Groupe pour ses activités logistiques ;
- des participations dans les entreprises associées, mises en équivalence (0,8 M€)¹²⁷.

3.4.3. Impôts différés

Les impôts différés, avant compensation entre actif et passif, comptabilisés par le Groupe résultent notamment :

- à l'actif (102 M€), de l'économie d'impôts latente liée aux déficits reportables activés (42 M€) et aux provisions et avantages au personnel¹²⁸ (21 M€) ;

¹²⁴ À l'issue de la transaction, le *goodwill* afférent à Jacobson s'établissait à 330 M€. L'augmentation du *goodwill* au cours des exercices ultérieurs est imputable à des ajustements de prix et à la dépréciation de l'euro par rapport au dollar.

¹²⁵ Ou plus fréquemment si les circonstances le justifient *i.e.* en cas d'indice de perte de valeur.

¹²⁶ Acquisitions des groupes Christian Salvesen, TDG et Jacobson (§ 3.1).

¹²⁷ Centrale des franchisés, NDB Logistica Romania, Salto et Log Ins Ares.

¹²⁸ Le montant des IDA sur les provisions pour avantages au personnel s'élève à 14 M€.

- au passif (106 M€), des impôts différés liés à la reconnaissance des relations clientèle et à la revalorisation de certains actifs dans le cadre des précédentes acquisitions (95 M€).

Après compensation, les impôts différés actif et passif ressortent respectivement à 51 M€ et 55 M€ au 31 décembre 2020.

3.4.4. Autres actifs non courants

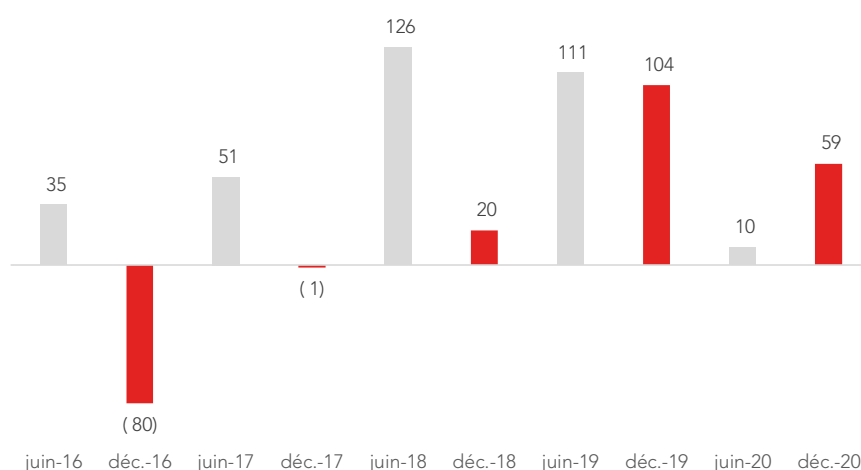
Les autres actifs non courants (61 M€) comprennent :

- les dépôts et cautionnements (21 M€) ;
- les coûts d'obtention et d'exécution de certains contrats, en application de la norme IFRS 15 « Produits des activités ordinaires tirés de contrats conclus avec des clients » (24 M€) ;
- l'excédent, pour certains fonds de pension, de la valeur actuelle des actifs des régimes par rapport à celle des engagements (5 M€) ;
- des prêts (5 M€) et de la trésorerie non disponible (4 M€) ;
- des éléments relatifs aux contrats de location financement (1 M€).

3.4.5. Besoin en fonds de roulement¹²⁹

Le besoin en fonds de roulement (BFR), dont le montant net¹³⁰ s'établit à environ 59¹³¹ M€ au 31 décembre 2020, a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

Évolution du BFR sur la période 2016-2020 (M€)



Source : Société

¹²⁹ Le besoin en fonds de roulement, en tant qu'indicateur alternatif de performance, n'est pas défini par les normes comptables. Les montants présentés ici diffèrent de ceux publiés historiquement par le Groupe ; nous excluons notamment du BFR les créances et dettes du Groupe vis-à-vis de XPO Logistics, Inc. (§ 3.4.6).

¹³⁰ BFR actif : 1.528 M€ - BFR passif : 1.470 M€.

¹³¹ Le BFR net au 31 décembre 2020 publié par la Société s'établit à (51) M€. Après retraitement de la dette vis-à-vis de XPO Logistics Inc. (110 M€) (§ 3.4.6), il s'établit à 59 M€.

Nous relevons que :

- compte tenu des faibles taux de marge sur le marché du transport et de la logistique, la maîtrise du BFR reste un enjeu significatif pour le *cash flow* opérationnel (§ 3.3.3) ;
- le Groupe est parvenu historiquement à limiter les variations de trésorerie liées au BFR, dont la saisonnalité induit toutefois, sur la période comprise entre juin 2016 et juin 2019, un besoin de trésorerie plus marqué lors des clôtures semestrielles ;
- les renouvellements de contrats, dans un contexte économique dégradé par la crise sanitaire survenue en 2020, s'accompagnent de renégociations à la fois sur les prix, créant des tensions sur les marges, ainsi que sur les délais de règlement des clients, susceptibles de peser sur le BFR ;
- le renforcement du poids de la logistique pourrait également, à terme, accroître le BFR de Groupe¹³².

3.4.6.Créances et dettes vis-à-vis de XPO Logistics, Inc.

Les créances et dettes courantes figurant au bilan du Groupe comprennent des positions réciproques entre certaines entités de la BU Supply Chain US (Jacobson) et XPO Logistics, Inc. Au 31 décembre 2020, ces positions font ressortir une dette nette de 110 M€¹³³, assimilable à une source de financement externe.

3.4.7.Capitaux propres

Au 31 décembre 2020, la valeur comptable des capitaux propres « part du groupe » s'élève à 980 M€ ; les intérêts minoritaires attachés aux sociétés consolidées selon la méthode de l'intégration globale et dont le capital n'est pas détenu en totalité par la Société, qui représentent en valeur comptable 28 M€, se rapportent à des partenariats conclus avec des entités opérant dans la logistique¹³⁴.

3.4.8.Provisions pour risques et charges

Au 31 décembre 2020, les provisions pour risques et charges (105 M€), couvrent :

- les engagements vis-à-vis du personnel (58 M€), dont ceux concernant les salariés britanniques¹³⁵ ; un surplus au titre de ces engagements figure à l'actif du bilan à hauteur de 5 M€ (§ 3.4.4) ;
- les coûts de remise en état de certains sites logistiques (20 M€) ;
- les contentieux sociaux et fiscaux (15 M€) ;

¹³² Compte tenu des modalités de paiement des loyers afférents aux plateformes d'entreposage.

¹³³ Les soldes des créances et dettes courantes vis-à-vis de XPO Logistics, Inc. au 31 décembre 2020 s'élèvent respectivement à 290 M€ et 180 M€. Source : RFA 2020, § 6.2.11.b) « Informations relatives aux parties liées », p. 196.

¹³⁴ Notamment de produits laitiers (partenariats conclus avec Danone en Espagne et en Russie).

¹³⁵ Ex Christian Salvesen et ex TDG (§ 3.1) ; depuis l'acquisition de ces deux sociétés, XPO Logistics Europe gère les plans de retraite à prestations définies couvrant une partie des salariés britanniques.

- les sinistres opérationnels (6 M€) ;
- les litiges clients ou fournisseurs (3 M€) et d'autres risques et charges divers (3 M€).

3.4.9. Endettement net comptable

Au 31 décembre 2020, l'endettement net comptable hors obligations locatives (§ 3.4.2) s'élève à 642 M€¹³⁶ :

- emprunts et dettes financières (968 M€) ;
- minorés de la trésorerie (326 M€).

3.5. Positionnement de XPO Logistics Europe dans le Groupe XPO

Comme indiqué *supra* (§ 2.2.1), XPO Logistics Europe, depuis l'OPAS 2015, fait partie intégrante du groupe XPO Logistics, Inc. (le « **Groupe XPO** ») et y est consolidée par intégration globale.

Les informations publiques de XPO Logistics, Inc. et celles que nous avons recueillies par ailleurs auprès de nos interlocuteurs et à la lecture des notes de brokers en charge du suivi de XPO Logistics, Inc., font apparaître les disparités de taille¹³⁷ et de mix métiers entre le groupe XPO Logistics, Inc. considéré globalement, et le sous-ensemble formé par XPO Logistics Europe et ses filiales.

À titre indicatif, au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020¹³⁸, le Groupe XPO :

- met en avant la part prépondérante de ses revenus réalisés aux États-Unis (58%), le périmètre européen¹³⁹ représentant une part secondaire des revenus du Groupe XPO ;
- revendique sur le segment du transport, qui représente 62%¹⁴⁰ de ses revenus, une place de premier rang parmi les prestataires mondiaux de courtage de camion (*brokerage*) et de transport en charge partielle (LTL)¹⁴¹ ; *a contrario*, le poids des activités logistiques est prépondérant au sein du Groupe ;
- à la différence de XPO Logistics Europe, fonde, pour une large part, la rentabilité de son segment transport sur les activités LTL et courtages en services de camionnage.

Le profil du Groupe XPO Logistics, Inc. le différencie ainsi nettement du sous-ensemble formé par XPO Logistics Europe et ses filiales, dont le chiffre d'affaires consolidé en 2020 est majoritairement constitué de la contribution de la BU Supply Chain Europe.

Ces différenciations, en termes de profils et de modèle de développement, entre XPO Logistics, Inc. et XPO Logistics Europe, se répercutent sur leurs niveaux de rentabilité respectifs et expliquent *in fine* des disparités tant en termes de comparables boursiers que de multiples de valorisation.

¹³⁶ Source : RFA 2020, § 6.2.10.a.2) « Endettement net financier », p. 189.

¹³⁷ Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe XPO s'établit en 2020 à 16,3 Md\$, contre 6,1 Md€ pour le Groupe.

¹³⁸ « Présentation aux investisseurs », février 2021.

¹³⁹ À quelques exceptions près, le périmètre européen du Groupe XPO correspond aux activités du Groupe hors BU Supply Chain US.

¹⁴⁰ Données sur les revenus par segment, hors éliminations intersectorielles.

¹⁴¹ Le Groupe exerce également au sein de sa BU Transport Solutions une activité LTL, dans une proportion toutefois moindre que celle du Groupe XPO.

3.6. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché.

Forces	Faiblesses
- Acteur multi-spécialiste proposant une offre intégrée sur l'ensemble de la chaîne de valeur du transport et de la logistique - Contribution de la division Supply Chain Europe aux résultats du Groupe - Densité du réseau européen permettant de se positionner parmi les principaux prestataires de transport - Capacité à générer un cash flow récurrent - Faible degré de concentration de la clientèle	- Maturité des principaux marchés sur lesquels opère le Groupe et où un nombre important d'entreprises ont déjà externalisé la fonction logistique, limitant les relais de croissance - Contribution marginale des solutions du dernier kilomètre (last mile) dans le chiffre d'affaires total du Groupe - BU Supply Chain US davantage exposée à des événements conjoncturels, du fait d'une taille limitée par rapport aux autres BU - Contribution négative des activités récemment acquises auprès de Kuehne + Nagel aux résultats du Groupe
Opportunités	Menaces
- Dynamisme du marché de la logistique, qui pourrait conduire à une évolution favorable du mix métiers en matière de rentabilité - Renforcement du positionnement sur les segments et solutions en forte croissance (e.g. e-commerce, last mile) - Opérations de croissance externe, dans un contexte de crise susceptible de favoriser les phénomènes de concentration - Redressement des activités récemment acquises auprès de Kuehne + Nagel	- Conséquences de la crise sanitaire et risques de dégradation de la conjoncture économique sur les principaux marchés du Groupe - Marchés fragmentés, caractérisés par une forte intensité concurrentielle entraînant un risque d'érosion des taux de marge - Concurrence des géants de l'Internet qui se lancent sur le marché de la logistique et tendent à en réinternaliser les fonctions - Contraintes réglementaires, liées notamment à la transition énergétique dans le secteur du transport

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation que nous avons écartées (§ 4.2) ;
- les transactions récentes sur le capital de la Société (§ 4.3) ;
- les méthodes de valorisation que nous avons considérées comme pertinentes (§ 4.4) ;
- la synthèse de la valeur de l'Action (§ 4.5).

4.1. Données structurant l'Évaluation

4.1.1. Référentiel comptable

XPO Logistics Europe établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés européennes cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels de la Société au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2020 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

4.1.2. Nombre d'Actions

Nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués par référence à un nombre d'Actions dilué correspondant :

- au nombre total d'Actions en circulation au 31 décembre 2020, soit 9.836.241 Actions (§ 2.3.1) ;
- minoré des 44.447 Actions auto-détenues (§ 2.3.2) ;
- majoré des 24.329 Actions qui résulteraient de l'exercice des bons de souscription d'action (« **BSA** »)¹⁴².

Nombre d'Actions dilué

31-déc.-20	Nombre
Actions en circulation	9 836 241
Actions auto-détenues	(44 447)
Actions résultant de l'exercice des BSA	24 329
Total	9 816 123

Source : Rapport financier annuel 2020, analyses Ledouble

¹⁴² Le nombre d'Actions a été calculé selon la méthode du « rachat d'actions » (*treasury method*). Il correspond au nombre total d'Actions qui résulterait de l'exercice des 30.000 BSA, minoré des 5.671 Actions qui seraient rachetées au Prix de l'Offre au moyen de la trésorerie perçue à l'occasion de l'exercice des BSA (prix d'exercice de 59,55 €).

Les plans d'actions de performance, dont bénéficient certains salariés de XPO Logistics Europe, n'ont pas d'impact sur le nombre d'Actions dilué, dans la mesure où leur conversion éventuelle s'opère en actions XPO Logistics, Inc.

4.1.3.Date de l'Évaluation

L'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Nous nous référons, pour le calcul de l'endettement net financier (§ 4.1.5), aux comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2020 publiés par la Société.

Nous tenons compte des événements intervenus en 2021 jusqu'à la date d'émission du Rapport, en particulier de l'incidence :

- de l'acquisition effective depuis le 1^{er} janvier 2021 par XPO Logistics Europe de la majorité des activités logistiques qu'exerçait Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande ;
- de la crise sanitaire sur les perspectives d'activité et de rentabilité du Groupe.

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche de l'émission du Rapport ; en particulier, les multiples des Comparables Boursiers ont été calculés à partir des consensus de marché au 16 avril 2021. Nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que l'évolution des données de marché n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

4.1.4.Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

La modélisation des flux prévisionnels de trésorerie intègre l'incidence des engagements de location simple du Groupe. Par conséquent, l'endettement net financier, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, exclut les dettes financières liées à ces engagements (§ 4.1.5).

S'agissant de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.2), nous avons examiné les résultats obtenus avec ou sans retraitement de la norme IFRS 16. À l'issue de nos analyses et afin d'aboutir aux résultats jugés les plus pertinents¹⁴³, nous avons :

- déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16¹⁴⁴, et exclu les obligations locatives du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- retenu les multiples d'EBITA des Comparables Boursiers *post* IFRS 16, en incluant les obligations locatives dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres ;

¹⁴³ Le choix de retraiter ou non les multiples dépend notamment (i) du poids des obligations locatives au bilan des Comparables Boursiers, (ii) de l'amélioration attendue de la pertinence des résultats en cas de retraitement, (iii) du risque d'approximation en cas de retraitement, plus ou moins élevé en fonction de la qualité de la communication financière des Comparables Boursiers et (iv) de l'agrégat exploité (EBITDA ou EBIT). Quel que soit le choix retenu, la méthode de calcul des multiples des Comparables Boursiers est appliquée de manière homogène aux agrégats du Groupe.

¹⁴⁴ Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données.

- tenu compte également des divergences de traitement comptable des contrats de location entre le référentiel international (IFRS 16) et le référentiel américain (ASC 842)¹⁴⁵.

S'agissant de la valorisation analogique par les Transactions Comparables (§ 4.4.3), nous avons exclu les obligations locatives du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, en considérant que les multiples déterminés à partir des résultats historiques n'intégraient pas les effets de la norme IFRS 16.

4.1.5. Endettement net financier

L'Évaluation se fonde sur l'endettement net financier au 31 décembre 2020, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Endettement net financier	
M€	31-déc-20
Emprunts et dettes financières - part non courante	1 420
Emprunts et dettes financières - part courante	429
Découverts bancaires	43
(Trésorerie)	(326)
(Engagements de location simple)	(925)
<i>Dettes nettes hors location simple</i>	<i>642</i>
Dettes nettes vis-à-vis de XPO Logistics, Inc.	110
Provisions avantages au personnel	54
(IDA sur avantages au personnel)	(14)
Ajustement prix de transaction Kuehne + Nagel	(29)
Intérêts minoritaires	28
(Participations mises en équivalence)	(1)
Endettement net financier	790

Source : Rapport financier annuel 2020, analyses Ledouble

L'endettement net comptable de 642 M€ (§ 3.4.9) a été ajusté :

- de la position nette des créances et des dettes réciproques vis-à-vis de XPO Logistics, Inc., constituant une source de financement mise à la disposition du Groupe (110 M€) (§ 3.4.6) ;
- des provisions pour avantages au personnel (58 M€) nettes du surplus des fonds de pension (5 M€) (§ 3.4.4 et § 3.4.8) ;
- des impôts différés actif (« IDA ») comptabilisés au titre des provisions pour avantages au personnel (14 M€) (§ 3.4.3) ;
- du différentiel entre, d'une part, le montant décaissé par le Groupe au 31 décembre 2020 en vue de l'acquisition des activités de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en

¹⁴⁵ Respectivement pour les Comparables Boursiers européens (ID Logistics, STEF, Wincanton) et américain (Echo Global Logistics) ; en dépit de disparités de traitement des locations dans les états financiers consolidés, la norme ASC 842 est en US GAAP l'homologue de la norme IFRS 16.

Irlande et, d'autre part, les sommes qui devraient *in fine* être décaissées et encaissées par le Groupe au titre de cette transaction (29 M€)¹⁴⁶ ;

- de la valeur comptable des intérêts minoritaires¹⁴⁷ (28 M€) (§ 3.4.7) ;
- de la valeur comptable des participations mises en équivalence¹⁴⁸ (1 M€) (§ 3.4.2).

4.1.6.Déficits fiscaux

Au 31 décembre 2020, le Groupe dispose d'un stock de déficits fiscaux reportables pour un montant total, en base d'impôt, de 314 M€¹⁴⁹.

Nous avons tenu compte dans nos travaux de valorisation de la valeur actuelle des déficits reportables pris dans leur ensemble, *i.e.* à la fois pour leurs parts reconnue et non reconnue en impôts différés actif. Ces déficits reportables ont été actualisés sur la période nécessaire à leur apurement.

Notre estimation de la valeur totale des économies d'impôts liées aux déficits reportables, d'un montant de **54 M€**¹⁵⁰, a été intégrée dans la méthode d'évaluation intrinsèque DCF (§ 4.4.1).

4.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

4.2.1.Actif net comptable

Le Groupe s'étant constitué historiquement, en grande partie, par croissance organique, l'actif net comptable (ANC) ne peut servir de référence pour valoriser l'Action.

À titre d'information, l'ANC au 31 décembre 2020 s'établit à 99,9 €¹⁵¹ par Action.

4.2.2.Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consisterait à corriger l'actif net comptable consolidé des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en hors bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4.1).

¹⁴⁶ Ce montant correspond à la meilleure estimation de la Direction et reste soumis, à la date du présent Rapport, à l'accord du cédant. Le cas échéant, le coût total d'acquisition, en ce compris les éventuels compléments de prix, net des rétrocessions qui seraient perçues par le Groupe, serait négatif.

¹⁴⁷ Compte tenu de leur caractère non significatif à l'échelle du Groupe, les intérêts minoritaires ont été inclus pour leur valeur comptable ; leur éventuelle revalorisation aurait conduit à une augmentation, à la marge, de l'endettement net financier.

¹⁴⁸ À l'instar des intérêts minoritaires, l'impact d'une réévaluation des participations mises en équivalence dans le calcul de la valeur de l'Action a été jugé non significatif ; ces participations ont donc été prises en compte pour leurs valeurs comptables.

¹⁴⁹ Défis fiscaux activés (181 M€) et non activés (133 M€).

¹⁵⁰ Au 31 décembre 2020, la valeur des IDA inscrits au bilan du Groupe, au titre des déficits reportables reconnus, est égale à 42 M€ (§ 3.4.3).

¹⁵¹ Capitaux propres part du Groupe : 980 M€ (§ 3.4) / 9.816.123 Actions (§ 4.1.2).

4.2.3.Actualisation des dividendes

Le Groupe n'ayant pas distribué régulièrement de dividendes et ne disposant pas de prévisions de versement de dividendes, nous avons exclu cette méthode d'évaluation.

Nous avons toutefois mis en œuvre à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme, et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat (§ 4.4.1).

4.2.4.Cours cible des analystes

En l'absence de consensus d'analystes sur le titre XPO Logistics Europe depuis l'OPAS 2015, la référence au cours de bourse cible n'est plus applicable.

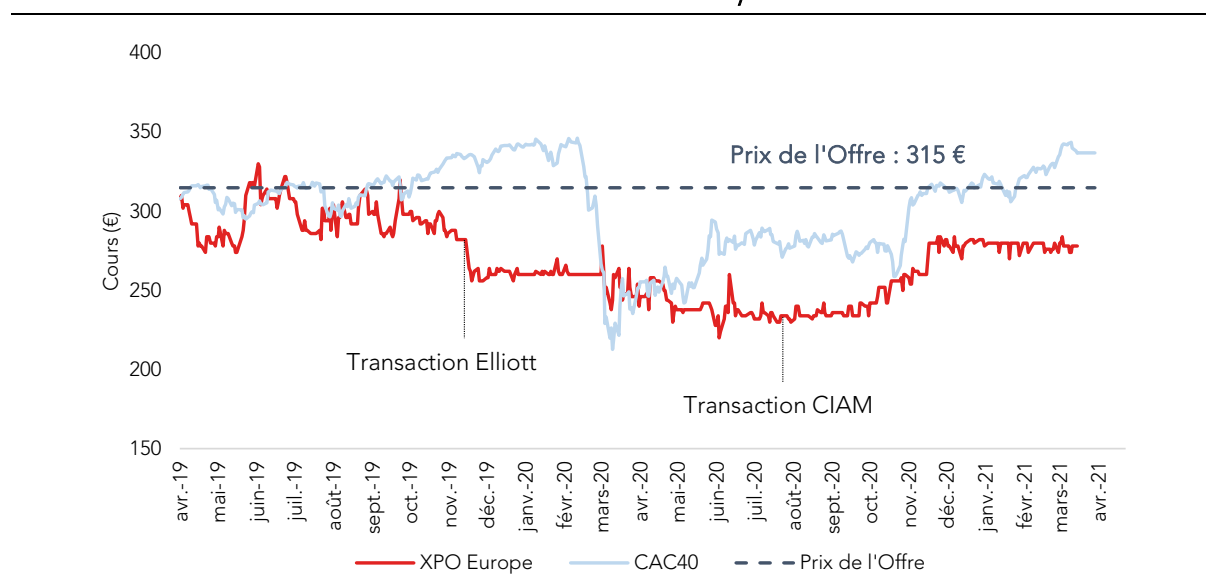
Nous n'avons pas identifié, dans les notes des brokers suivant le titre XPO Logistics, Inc., d'informations suffisamment détaillées en « somme des parties » sur le périmètre XPO Logistics Europe, nous permettant d'apprécier, par transparence, le Prix de l'Offre.

4.2.5.Cours de bourse de l'Action

Les Actions XPO Logistics Europe sont cotées sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris¹⁵².

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action sur un historique de deux ans, depuis avril 2019, en comparaison de celle de l'indice CAC 40¹⁵³ :

Évolution du cours de l'Action sur la période 2019-2021



Source : Bloomberg, Ledouble

La faible liquidité de l'Action limite la pertinence de la référence au cours de bourse. Le manque de liquidité se traduit notamment par une déconnexion apparente entre l'évolution du cours de l'Action et les variations de l'indice de référence :

¹⁵² Sous le code ISIN FR0000052870 ; mnémonique « XPO » (§ 2.1.1).

¹⁵³ Rebasé sur le cours de XPO Logistics Europe.

- à la fin de l'année 2019 et au cours du premier trimestre 2020, le cours de l'Action a clôturé pendant plusieurs mois autour du prix de la Transaction réalisée en novembre avec Elliott (260 €) ;
- entre mi-février 2020 et mi-mars 2020, le cours de l'Action a évolué dans des proportions moindres que celle de l'indice boursier français, qui a perdu plus de 30% de sa valeur sur cette période ;
- au troisième trimestre 2020, le cours de l'Action a oscillé autour du prix de la transaction réalisée à la fin du mois de juillet avec CIAM (242,5 €).

Nous présentons toutefois, à titre indicatif, l'évolution des cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») sur les 12 mois précédant l'annonce de l'Offre¹⁵⁴ :

Synthèse des CMPV

€	CMPV	Prime/ Décote
Prix de l'Offre	315,0	-
Spot 1er avril 2021	292,0	7,9%
30 séances	277,1	13,7%
60 séances	277,6	13,5%
90 séances	271,3	16,1%
120 séances	264,4	19,1%
180 séances	248,4	26,8%
Min. 12 mois	220,0	43,2%
Max. 12 mois	300,0	5,0%

Source : Bloomberg

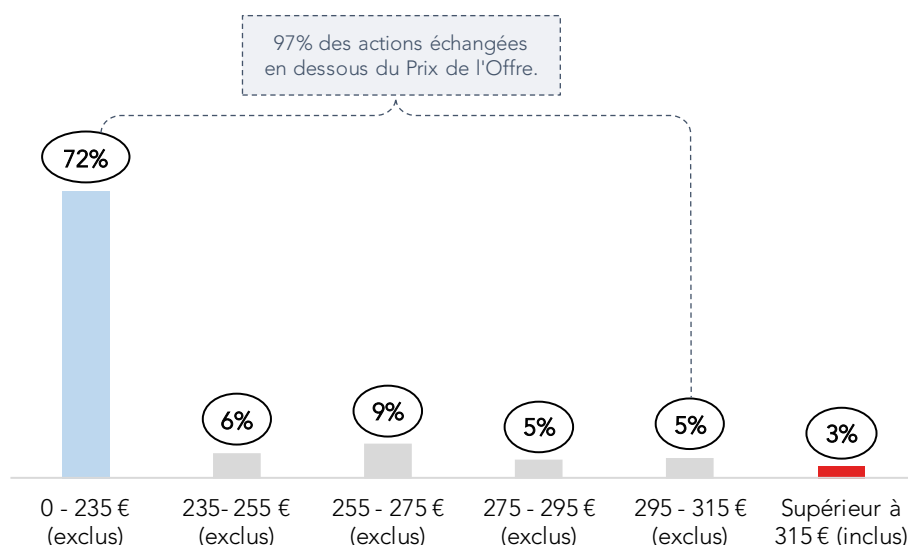
Nous constatons que :

- le Prix de l'Offre extériorise une prime par rapport à l'ensemble des CMPV présentés ci-dessus ;
- au cours des 12 derniers mois, le cours le plus bas et le cours le plus haut s'établissent respectivement à 220 € et à 300 € ;
- depuis la clôture de l'OPAS 2015¹⁵⁵ ayant visé les actions de Norbert Dentressangle par XPO Logistics Inc, 97% des volumes ont été échangés à un prix inférieur au Prix de l'Offre :

¹⁵⁴ Le projet d'Offre a été annoncé le 6 avril 2021, au lendemain du week-end de Pâques ; nous retenons comme date de référence le 1^{er} avril 2021, dernier jour de cotation avant cette annonce.

¹⁵⁵ Pour mémoire, la période d'ouverture de l'OPAS 2015 sur les titres de Norbert Dentressangle était comprise entre le 26 juin et le 17 juillet 2015 (§ 1.1.1). Notre analyse des volumes échangés depuis l'OPAS 2015 débute ainsi au 20 juillet 2015.

Volumes des titres échangés depuis l'OPAS 2015¹⁵⁶



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Nous présentons également, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant et au nombre total de titres en circulation :

Rotation de l'Action

1-avr.-21	Flottant	Actions
Volume échangé (12 mois)	12 009	12 009
Nombre d'actions	341 764	9 836 241
Rotation (%)	3,5%	0,1%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble, Société

À l'issue de cette analyse, nous sommes d'avis que l'étroitesse du flottant, le faible volume de titres échangés, l'absence de couverture de l'Action par des analystes (§ 4.2.4) et, plus généralement, le manque de liquidité de l'Action, ne permettent pas de considérer que le cours de bourse constitue une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action.

4.3. Transactions récentes sur le capital

Au cours des 18 derniers mois¹⁵⁷, le Groupe a procédé au rachat :

- d'un bloc de 898.128 Actions au prix unitaire ferme et définitif de **260,0 €** par Action auprès d'Elliott (§ 1.1.2) ;
- d'un bloc de 68.450 Actions au prix unitaire ferme et définitif de **242,5 €** par Action auprès de CIAM (§ 1.1.4).

Le Prix de l'Offre de 315 € extériorise des primes respectives de **21%** et **30%** sur ces deux transactions.

¹⁵⁶ Hors volumes liés aux transactions réalisées avec Elliott et CIAM.

¹⁵⁷ Période de référence retenue au regard des dispositions relatives au prix minimum prévues dans l'instruction AMF n°[2006-07](#), p. 2/10.

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (« DCF ») (§ 4.4.1), et à la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 4.4.2).

La valorisation analogique par référence aux multiples transactionnels, extériorisés par des opérations intervenues antérieurement à la crise sanitaire, est présentée à titre seulement indicatif (§ 4.4.3).

4.4.1. Valorisation intrinsèque

4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un cash flow libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est déduit de la valeur des activités opérationnelles (« Valeur d'Entreprise » ou « VE »), l'endettement net financier.

4.4.1.2. Trajectoire initiale transmise par la Direction

La trajectoire qui nous a été initialement transmise par la Direction (la « Trajectoire Initiale ») est issue des données prévisionnelles produites par le Groupe pour les besoins des tests de dépréciation menés à la fois aux bornes de XPO Logistics Europe et du Groupe XPO, et a été établie sur la base :

- d'un budget 2021 construit à partir d'une approche « *bottom-up* » qui traduit de manière détaillée les objectifs à court terme de la Direction et des responsables des différentes *Business Units* ;
- d'une trajectoire financière également détaillée par *Business Unit*, avec des données prévisionnelles projetées jusqu'en 2024 (la « Période Explicite¹⁵⁸ »).

La Trajectoire Initiale appelle de notre part les commentaires suivants.

¹⁵⁸ 2021-2024.

(i) Budget 2021

Le budget 2021 repose sur les hypothèses clés suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires de :
 - 16% par rapport à 2020, en intégrant l'incidence des activités logistiques de Kuehne+Nagel récemment acquises, et de 7% à périmètre constant ;
 - 10% par rapport à 2019 et de 2% à périmètre constant ;
- une amélioration du taux de marge d'EBITDA, à périmètre constant *i.e.* hors acquisition des activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande¹⁵⁹, d'environ :
 - 200 points de base par rapport à 2020 ;
 - 90 points de base par rapport 2019, qui constituait un pic historique.

À l'issue de nos échanges avec la Direction, nous comprenons que le budget constitue le principal outil de pilotage et de *reporting* en vigueur au sein du Groupe, et est à ce titre présenté annuellement au Conseil de Surveillance, à la différence des projections établies sur un horizon moyen terme pour les besoins des tests de dépréciation.

Compte-tenu de sa finalité, le budget intègre les objectifs de la Direction, que nous jugeons ambitieux ; notre examen comparatif des budgets et des réalisations au cours des derniers exercices nous a conduits à constater, au global¹⁶⁰, des résultats en retrait par rapport aux budgets (§ 3.3.2.4).

(ii) Trajectoire 2022-2024

La Trajectoire Initiale sur l'horizon 2022-2024 repose sur les hypothèses clés suivantes :

- une croissance organique soutenue de près de 8% par an, nettement supérieure à la croissance annuelle moyenne observée entre 2015¹⁶¹ et 2019¹⁶² ;
- une évolution favorable du mix métiers¹⁶³ combinée à une progression du taux de marge de l'ensemble des *Business Units*, qui conduiraient sur la Période Explicite à un gain de près de 300 points de base¹⁶⁴ du taux de marge d'EBITDA¹⁶⁵ ;
- un redressement rapide de la rentabilité des activités logistiques acquises récemment auprès de Kuehne+Nagel¹⁶⁶ ;
- un niveau de capex en ligne avec les efforts d'investissement historiques ;

¹⁵⁹ À court terme, l'intégration des activités de Kuehne+Nagel a un impact négatif sur le taux de marge opérationnelle du Groupe.

¹⁶⁰ Les constats sont à nuancer en fonction des *Business Units*.

¹⁶¹ Par référence à l'OPAS 2015.

¹⁶² Exercice non affecté par la crise sanitaire.

¹⁶³ La croissance prévisionnelle du chiffre d'affaires serait majoritairement issue des activités logistiques, qui affichent historiquement des taux de marge plus élevés, comparativement au transport.

¹⁶⁴ À périmètre constant.

¹⁶⁵ Ces hypothèses conduiraient le Groupe à accroître dès 2022 sa marge d'EBITDA d'environ 40% par rapport au dernier exercice non affecté par la crise sanitaire, et à doubler la marge d'EBITDA réalisée en 2018.

¹⁶⁶ Pour mémoire, les activités logistiques acquises auprès de Kuehne+Nagel ont été, au premier trimestre 2021, particulièrement affectées par les fermetures des débits de boisson au Royaume-Uni pour contrer la propagation du Coronavirus.

- une modélisation du besoin en fonds de roulement qui consommerait une part très significative¹⁶⁷ des flux de trésorerie générés par le Groupe.

Nous relevons que cette trajectoire :

- repose sur la capacité du Groupe à atteindre des objectifs particulièrement ambitieux de développement du chiffre d'affaires sur plusieurs exercices consécutifs, ce qui suppose à la fois des gains substantiels de parts de marché, l'absence d'aléas significatifs et une parfaite maîtrise des investissements ;
- implique une amélioration significative du niveau de marge opérationnelle sur l'ensemble des *Business Units* du Groupe, ce qui le conduirait à enregistrer, au global, un taux de marge consolidée éloigné des niveaux de rentabilité historiques ;
- intègre *a contrario* un niveau de besoin en fonds de roulement qui dégrade significativement les flux prévisionnels de trésorerie.

À l'issue de notre analyse des performances historiques du Groupe (§ 3.3) et des marchés sur lesquels il se positionne (§ 3.2), et au vu de la matrice SWOT résumant les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté (§ 3.6), nous avons considéré que la Trajectoire Initiale :

- présentait un risque élevé de non-réalisation, au regard notamment :
 - de la forte intensité concurrentielle caractéristique de l'environnement du Groupe, les entreprises du transport et de la logistique étant soumises à une pression tarifaire qui rend peu probable une amélioration significative de leurs taux de marge, et contraint les acteurs à procéder à des opérations de croissance externe pour croître rapidement en taille ;
 - de la crise sanitaire¹⁶⁸ qui est susceptible d'accentuer les facteurs de risque d'érosion des taux de marge et la difficulté pour les acteurs du marché de renégocier les conditions contractuelles à la hausse ;
- intégrait une modélisation du besoin en fonds de roulement prévisionnel décalée par rapport à nos observations sur longue période, susceptible d'affecter de manière significative notre estimation de la valeur de l'Action¹⁶⁹.

Sur la base de nos constats et en application de la recommandation AMF n°[2006-15](#) relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, nous avons demandé à la Direction de modifier ses prévisions¹⁷⁰, afin de pouvoir fonder notre estimation de la valeur de l'Action sur une trajectoire « centrale » intégrant un risque de réalisation cohérent par rapport

¹⁶⁷ L'évolution du besoin en fonds de roulement a fait l'objet de plusieurs hypothèses de la part de la Direction.

¹⁶⁸ Les aléas liés à la crise sanitaire sont rappelés au chapitre des risques opérationnels dans le RFA 2020, § 5.1.1.a) « Risques liés à une crise sanitaire », p. [32](#).

¹⁶⁹ Dans sa dernière version, la trajectoire financière intègre un besoin en fonds de roulement annuel représentant environ 50 jours de chiffre d'affaires, éloigné du BFR historique communiqué par le Groupe lors de la publication de ses états financiers consolidés semestriels et annuels et de notre estimation du BFR après neutralisation des créances et des dettes vis-à-vis de XPO Logistics, Inc.

¹⁷⁰ Extrait de la recommandation AMF n°[2006-15](#) :

« [Le principe d'examen critique] conduit l'expert indépendant à examiner de façon objective la pertinence de l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes. L'expert indépendant apprécie le caractère pertinent du plan d'affaires, qui a été établi et validé par la direction de la société. Il lui appartient de demander à la direction de modifier ses prévisions lorsqu'elles apparaissent irréalistes compte tenu des informations qu'il détient, de sa connaissance du secteur d'activité de la société et de son appréciation des forces et faiblesses de la société et des opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée. Si ces demandes sont acceptées par la direction, les modifications correspondantes sont mentionnées dans le rapport ».

à nos paramètres d'actualisation¹⁷¹ et des prévisions de BFR en ligne avec nos observations historiques.

4.4.1.3. Trajectoire révisée par la Direction

À la suite de nos échanges, la Direction nous a confirmé que la Trajectoire Initiale, bien qu'exploitée dans le cadre des tests d'*impairment* du Groupe, reposait sur des hypothèses agressives présentant un risque d'exécution élevé, et était par conséquent assimilable à un scénario « *best case* ».

La Direction nous a par conséquent communiqué une trajectoire révisée (la « **Trajectoire Révisée** ») reflétant un scénario « *base case* » qu'elle a jugé à la fois raisonnable et volontariste ; la Trajectoire Révisée, présentée par le Directoire à la Commission d'audit puis au Conseil de Surveillance début avril 2021, repose sur les informations et hypothèses clés suivantes :

- un budget 2021 inchangé ;
- l'atteinte d'un chiffre d'affaires en fin de Période Explicite compris entre 7,5 Md€ et 8,0 Md€ ;
- un taux de marge d'EBITDA cible de 6% ;
- un niveau d'investissements compris entre 2,0% et 2,5% du chiffre d'affaires.

À l'issue de nos diligences, nous relevons que la Trajectoire Révisée est basée sur :

- un niveau de croissance organique comparable à la croissance historique de XPO Logistics Europe et à celle attendue globalement par les analystes en charge du suivi des titres des Comparables Boursiers ;
- une évolution du taux de marge cohérente avec les réalisations historiques et les données de gestion les plus récentes, tablant globalement sur l'absence d'amélioration ou d'érosion significative du niveau de rentabilité ;
- un niveau de capex en ligne avec les besoins historiques, étant rappelé que le Groupe a financé une partie des investissements passés par un recours accru à des contrats de location-financement¹⁷² (§ 3.3.3).

Nous sommes par conséquent d'avis que la Trajectoire Révisée est assimilable à un scénario « *base case* » *i.e.* une trajectoire centrale traduisant des objectifs réalistes susceptibles d'être dépassés par le Groupe, tout en présentant des aléas d'exécution, et dont la modélisation permet d'aboutir à une estimation rationnelle de la valeur fondamentale de l'Action.

¹⁷¹ Le taux d'actualisation utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie intègre la rémunération des risques de marché, dits « systématiques ». Afin d'aboutir à une estimation fiable de la valeur de l'Action, les risques « spécifiques » doivent être intégrés directement dans les flux prévisionnels de trésorerie afin qu'ils reflètent une trajectoire « centrale » (scénario « *base case* »), et non une trajectoire optimale (scénario « *best case* »).

¹⁷² Le poids des investissements passés doit être appréhendé au travers à la fois des flux de trésorerie liés aux opérations d'investissements et des flux de trésorerie liés aux engagements résultant des contrats de location ; les clauses de *buy back* et le renforcement progressif des exigences d'amélioration de la consommation de carburant expliquent un flux récurrent de renouvellement de la flotte de véhicules.

4.4.1.4. Hypothèses retenues par Ledouble

Notre Évaluation Multicritère est basée sur les hypothèses les plus favorables de la Trajectoire Révisée, à savoir :

- le budget 2021, sans prise en compte du léger retard observé à fin mars 2021 sur la marge d'EBITDA (§ 3.3.2.4) ;
- un chiffre d'affaires cible de 8,0 Md€ en 2024, correspondant au haut de fourchette indiqué par la Direction ;
- un taux de marge d'EBITDA de 6,0% ;
- un niveau de capex de 2,0% du chiffre d'affaires, correspondant au bas de fourchette indiqué par la Direction.

Nous avons par ailleurs retenu :

- un taux d'imposition estimé à partir des taux en vigueur dans chacune des zones d'implantation du Groupe ;
- la valeur actuelle des déficits reportables estimée à 54 M€ (§ 4.1.6);
- un besoin en fonds de roulement (BFR) légèrement positif, représentant environ 10 jours de chiffre d'affaires.

4.4.1.5. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé, pour chaque zone d'implantation du Groupe le coût du capital (« WACC ») à partir de la formule du Modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ; nous avons retenu la méthode directe¹⁷³ qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque nul¹⁷⁴ ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à 0,97¹⁷⁵ ;
- un rendement et une prime de risque de marché estimés à 7,9%¹⁷⁶ ;

¹⁷³ La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du WACC conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.

¹⁷⁴ Au regard de la courbe des taux des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans).

¹⁷⁵ Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.2.2).

¹⁷⁶ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. En raison du taux sans risque nul, la prime de risque de marché est identique au rendement de marché.

- une prime de risque pays, spécifique à chaque zone d'implantation du Groupe¹⁷⁷ ; au niveau du Groupe, notre estimation du risque pays se traduit par une prime moyenne de **0,2%**.

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé comme suit :

Taux d'actualisation	
Composants	%
Taux sans risque	-
Beta de l'actif économique	0,97
Rendement de marché	7,9%
Prime de risque	7,9%
Risque pays ponderé	0,2%
Taux d'actualisation	7,9%

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

Au global, le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort à **7,9%**.

4.4.1.6. Taux de croissance perpétuelle

Nous avons appliqué, au flux de trésorerie de l'année normative¹⁷⁸, un taux de croissance à l'infini (taux de croissance perpétuelle) de **1,5%** (§ 4.4.1.1).

Cette hypothèse résulte du taux de croissance à long terme utilisé dans nos modèles internes de calcul du rendement de marché (§ 4.4.1.5), et se recoupe avec les prévisions d'inflation à long terme publiées par le FMI (1,4%¹⁷⁹) et par la Commission Européenne (1,3%¹⁸⁰) pour les pays de la zone Euro.

4.4.1.7. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la Valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini retenu dans le calcul de la valeur terminale :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)					
g	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
- 50 bp	314 €	283 €	256 €	233 €	213 €
- 25 bp	329 €	295 €	266 €	242 €	220 €
0 bp	345 €	308 €	277 €	251 €	228 €
+25 bp	362 €	323 €	289 €	261 €	237 €
+50 bp	382 €	338 €	302 €	272 €	246 €

¹⁷⁷ Notre estimation de la prime pays intègre :

- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps (CDS)* associés au *rating* souverain des pays concernés ; et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par l'agence Bloomberg.

¹⁷⁸ Par application de la formule dite de Gordon Shapiro.

¹⁷⁹ FMI (2021), « Inflation rate, average consumer price », [Western Europe](#).

¹⁸⁰ European Commission (2021), « European Economic Forecast », Institutional paper 144, février, p. 1.

L'Action ressort en valeur centrale à **277 €** et s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **251 €** et **308 €**.

Au-delà des analyses de sensibilité menées sur les paramètres techniques, nous restituons, ci-après, les résultats de deux analyses de sensibilité réalisées en faisant varier des hypothèses afférentes aux perspectives opérationnelles :

- en modélisant le chiffre d'affaires de la Trajectoire Initiale, et toutes choses égales par ailleurs¹⁸¹, la valeur de l'Action ressort à **308 €** ;
- en modélisant le niveau de chiffre d'affaires et d'investissements moyens de la Trajectoire Révisée¹⁸² et en faisant varier à la hausse le taux de marge d'EBITDA de 55 points de base par rapport à celui de la Trajectoire Révisée, pour atteindre le taux de marge le plus élevé observé historiquement¹⁸³, la valeur de l'Action ressort à **295 €**.

4.4.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

4.4.2.1. *Rappel méthodologique*

Nous avons valorisé le Groupe et l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBITA¹⁸⁴ issus d'un panel de sociétés cotées comparables (les « **Comparables Boursiers** »).

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net, car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structures financières et des différents taux d'imposition sur des entités comparables qui ne sont pas toutes françaises.

4.4.2.2. *Critères de sélection des Comparables Boursiers*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à XPO Logistics Europe réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de perspective de croissance et de zone d'exploitation.

Notre sélection des Comparables Boursiers se fonde notamment sur la répartition de leurs activités ainsi que sur les critères des perspectives de croissance, des taux de marge d'exploitation et du poids de leurs investissements.

¹⁸¹ Nous avons maintenu les autres hypothèses présentées *supra* (§ 4.4.1.4), en ce compris le taux de marge d'EBITDA de 6% et un niveau de capex de 2,0% positionné en borne basse de la fourchette de la Trajectoire Révisée.

¹⁸² Soit un chiffre d'affaires de 7,8 Md€ en fin de Période Explicite et un poids des investissements égal à 2,25% du chiffre d'affaires.

¹⁸³ Le taux de marge d'EBITDA le plus élevé correspond à celui réalisé par le Groupe en 2019.

¹⁸⁴ Avant amortissement des relations clientèles reconnues dans le cadre de précédentes acquisitions, et dépréciation des écarts d'acquisition.

Nous avons écarté :

- les acteurs présentant un niveau de rentabilité ou un positionnement métiers éloignés de ceux du Groupe¹⁸⁵ ;
- les groupes généralistes de taille très importante et/ou davantage focalisés sur les activités de *freight forwarding* sur le mode aérien ou maritime¹⁸⁶.

Notre échantillon de Comparables Boursiers et nos critères de sélection sont détaillés respectivement en **Annexe 8** et en **Annexe 9**.

Nous présentons, ci-après, leurs capitalisations boursières ainsi que la rotation de leur flottant :

Echantillon de Comparables Boursiers

Société	Pays	Capitalisation Boursière 3 mois (M€)	Flottant (%)	Rotation annuelle (%)
ID Logistics	France	1 306	42%	22%
STEF	France	1 003	25%	20%
Wincanton	Royaume - Uni	488	97%	38%
Echo Global Logistics	Etats - Unis	662	98%	189%

Source: Capital IQ

Le profil financier des Comparables Boursiers, exprimé en taux de croissance et taux de marge d'EBITDA et d'EBITA, se présente comme suit :

Profil financier des Comparables Boursiers

Société	Croissance CA		Marge d'EBITDA		Marge d'EBITA	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
ID Logistics	7,9%	7,7%	6,6%	7,0%	4,1%	4,3%
STEF	6,3%	2,7%	8,4%	8,8%	4,5%	4,8%
Wincanton	1,3%	4,9%	5,5%	6,0%	5,0%	4,6%
Echo Global Logistics	15,7%	0,8%	3,3%	3,5%	2,3%	2,4%
Moyenne	7,8%	4,0%	6,0%	6,3%	4,0%	4,0%

Source: Capital IQ, Ledouble

Au global, nous relevons que :

- les perspectives de croissance des Comparables Boursiers sont en ligne avec celles attendues par la Direction et retranscrites dans son budget 2021¹⁸⁷ et dans la Trajectoire Révisée ;
- les niveaux de rentabilité et le poids des investissements des Comparables Boursiers sont également comparables à ceux figurant dans la Trajectoire Révisée.

¹⁸⁵ Nous avons en particulier écarté les sociétés C.H. Robinson et Landstar System que nous avons retenues pour notre expertise indépendante réalisée dans le cadre de l'OPAS 2015, le mix activités de XPO Logistics Europe ayant évolué depuis au profit des BU Supply Chain. Ces deux sociétés sont par ailleurs davantage exposées que le Groupe aux activités LTL aux États-Unis, leurs multiples de valorisation n'étant par conséquent plus transposables au Groupe.

¹⁸⁶ Kuehne+Nagel et DSV Panalpina et Expeditors International of Washington.

¹⁸⁷ À périmètre constant.

Nous considérons par conséquent que l'application des multiples d'EBITDA et d'EBITA des Comparables Boursiers aux agrégats prévisionnels du Groupe est, dans son principe, pertinente.

4.4.2.3. Modalités de calcul des multiples

Pour le calcul des multiples des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés :

- à la moyenne 3 mois de leur capitalisation boursière¹⁸⁸ ;
- à la dernière dette nette financière, s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBITDA et d'EBITA issues des consensus d'analystes¹⁸⁹ sur la période 2021-2022.

Nous présentons, ci-après, les multiples moyens issus de notre échantillon de Comparables Boursiers :

Synthèse des multiples des Comparables Boursiers				
Société	EBITDA		EBITA	
	2021	2022	2021	2022
ID Logistics	11,9x	10,5x	24,5x	21,5x
STEF	6,4x	5,9x	13,0x	11,8x
Wincanton	5,9x	5,1x	8,6x	9,0x
Echo Global Logistics	8,0x	7,5x	11,9x	11,3x
Moyenne	8,0x	7,3x	14,5x	13,4x

Source: Capital IQ, Ledouble

Les Valeurs d'Entreprise des Comparables Boursiers ressortent ainsi en moyenne à :

- **8,0x** l'EBITDA et **14,5x** l'EBITA attendus en 2021 ;
- **7,3x** l'EBITDA et **13,4x** l'EBITA attendus en 2022.

Du fait de l'évolution récente des marchés « actions » et du niveau relativement faible de la prime de risque de marché (§ 4.4.1.5), les multiples des Comparables Boursiers s'établissent à un niveau historiquement haut.

¹⁸⁸ En raison de la forte volatilité observée sur les indices boursiers, nous jugeons raisonnable d'étendre à trois mois la capitalisation boursière afin de mieux refléter la valeur économique des Comparables Boursiers, particulièrement dans un contexte où la progression des cours semble être en partie décorrélée des projections financières des analystes. Pour mémoire, dans sa cartographie 2020 des marchés et des risques, l'AMF a mis en avant un niveau de risque « très élevé » en 2020 et en 2021 de correction des marchés et de relèvement des primes de risques, soulignant que « [...] les valorisations peuvent continuer à sembler élevées au regard des fondamentaux, les prix de marché semblant intégrer des scénarios très optimistes sur un retour à la normale alors que la menace de prochaines vagues épidémiques perdure et que des pans entiers de l'économie vont avoir du mal à redémarrer. Les anticipations de bénéfices des sociétés cotées paraissent ainsi déconnectées des perspectives macro-économiques, beaucoup plus sombres. Cette déconnexion entre les sphères financière et réelle de l'économie est inquiétante ».

Source : Autorité des Marchés Financiers, [Cartographie de 2020 des marchés et des risques](#).

¹⁸⁹ Source : Capital IQ.

4.4.2.4. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

La valeur analogique de l'Action, après application des multiples moyens issus de notre échantillon de Comparables Boursiers aux agrégats prévisionnels du Groupe, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprise entre :

- 246 € et 319 € sur la base des multiples d'EBITDA ;
- 224 € et 226 € sur la base des multiples d'EBITA.

Nous précisons que la borne haute de cette fourchette résulte des multiples d'EBITDA appliqués au budget annuel 2021 du Groupe, lequel table sur un taux d'EBITDA supérieur de 90 points de base par rapport aux réalisations de l'exercice 2019¹⁹⁰ ; le taux d'EBITDA prévu au budget du Groupe sur le premier trimestre 2021 est supérieur de 40 points de base au taux d'EBITDA ressortant des données de gestion disponibles à fin mars 2021¹⁹¹.

4.4.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous présentons, ci-après, à titre indicatif, la valorisation du Groupe et de l'Action par référence aux transactions comparables que nous avons recensées dans le secteur de la logistique et du transport depuis 2018 (les « **Transactions Comparables** »). L'échantillon est constitué de cibles opérant majoritairement en Europe :

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	Pays	% acquis	Multiple d'EBITDA	Multiple d'EBITDA retraités
sept.-19	NeuroSearch	Nordic Transport	Danemark	100%	9,5x	6,9x
mai.-19	C.H. Robinson	Dema Service S.p.A	Italie	100%	8,6x	6,0x
mai.-19	DSV A/S	Intereuropa	Slovénie	100%	7,9x	7,0x
avr.-19	DSV A/S	Panalpina	Suisse	100%	16,4x	11,9x
nov.-18	CMA-CGM SA	CEVA Logistics	Suisse	95%	11,2x	9,4x
août.-18	DP World	Unifeeder	Danemark	100%	18,4x	13,2x
juil.-18	Endless LLP	Menzies	Royaume-Uni	100%	3,4x	2,5x
juil.-18	Morgan Stanley	VTG	Allemagne	42%	9,4x	8,7x
juil.-18	Xpediator PLC	Import Services	Royaume-Uni	100%	5,1x	3,7x
mars-18	EmergeVest	C M Downton	Royaume-Uni	100%	8,8x	6,6x
Médiane					9,1x	6,9x

Source : Mergermarket

Les multiples, issus de transactions intervenues avant la crise sanitaire, ressortent en moyenne à :

- 9,1x l'EBITDA historique des sociétés cibles, avant retraitement des primes de contrôle incluses implicitement dans les prix d'acquisition¹⁹² ;
- 6,9x l'EBITDA après retraitement des primes de contrôle.

¹⁹⁰ À périmètre constant *i.e.* hors acquisition des activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande.

¹⁹¹ À périmètre incluant les activités logistiques de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande.

¹⁹² Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base d'études internes réalisées par Ledouble et des résultats de l'étude « **Primes de contrôle** » réalisée en 2018 par PwC sur 2.406 transactions recensées au cours de la dernière décennie en Europe de l'Ouest.

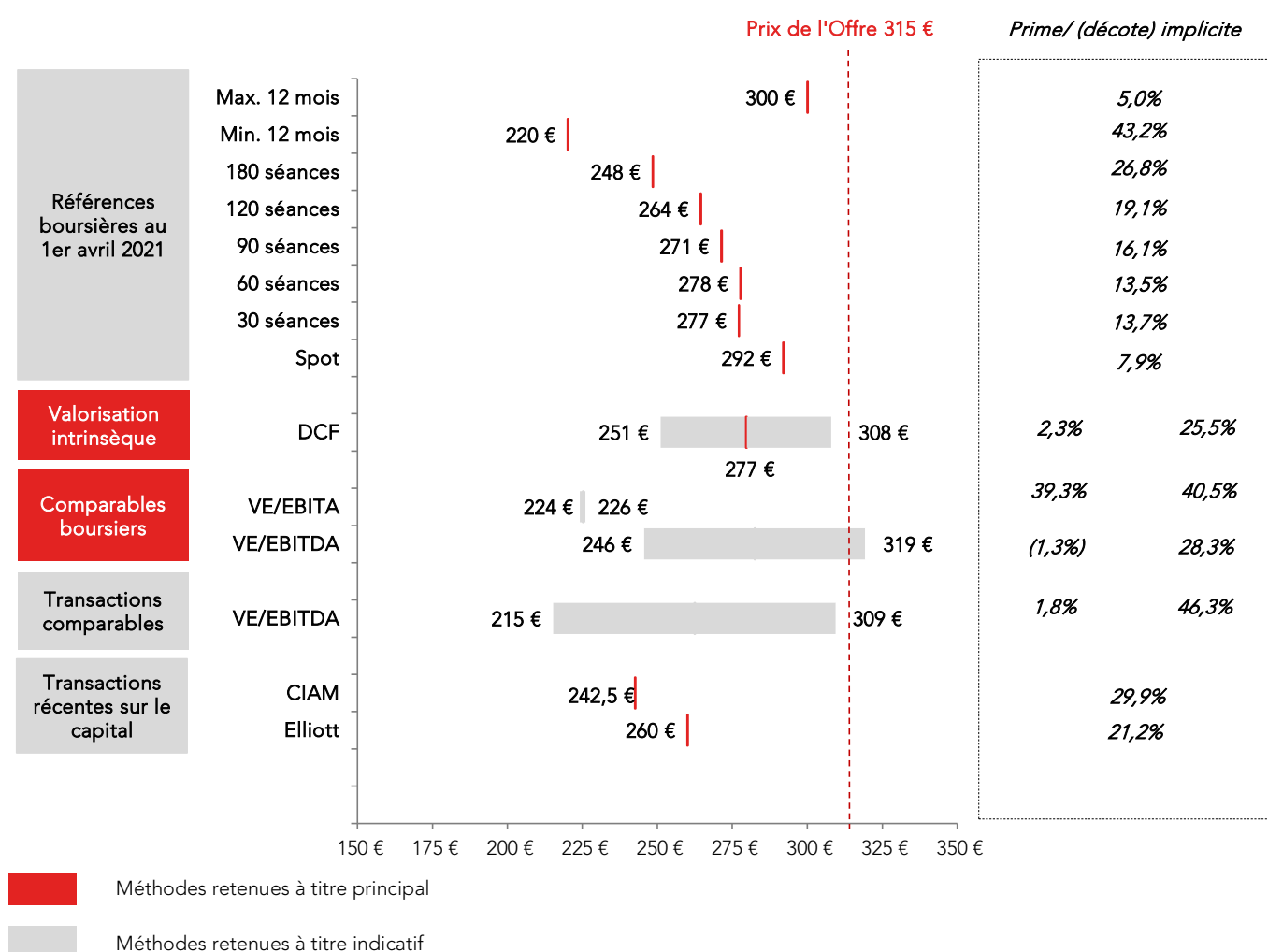
L'application de ces multiples aux agrégats 2020 du Groupe extérioriserait une valeur faible dans la mesure où ces agrégats ont été affectés par la crise sanitaire ; en conséquence, nous avons retenu les agrégats historiques 2019¹⁹³, sans tenir compte des activités récemment acquises auprès de Kuehne+Nagel, dont la contribution attendue à la rentabilité du Groupe est, à court terme, négative.

Sur cette base, la valeur de l'Action est estimée à :

- 309 € avant retraitement des primes de contrôle ;
- 215 € après retraitement des primes de contrôle.

4.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Nous présentons, ci-après, la synthèse des résultats de notre Évaluation Multicritère et des primes induites par le Prix de l'Offre :



¹⁹³ À titre d'information, l'application des multiples aux agrégats du budget 2021 conduirait, après retraitement des primes de contrôle, à une valeur inférieure au Prix de l'Offre.

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Rothschild Martin Maurel, Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information¹⁹⁴.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

5.1. Nombre d'Actions dilué

Nous avons retenu 9.816.123 Actions pour le calcul de la valeur unitaire de l'Action, après prise en compte de l'exercice des BSA, et sous déduction des Actions auto-détenues ; ce nombre d'Actions dilué est identique à celui de l'Établissement Présentateur.

5.2. Critères et méthodes d'évaluation écartés

Les critères et méthodes d'évaluation écartés par Rothschild Martin Maurel et Ledouble sont similaires ; ils englobent :

- l'actif net comptable ;
- l'actif net réévalué ;
- l'actualisation des dividendes ;
- la somme des parties des analystes de XPO Logistics Inc ;
- les cours cibles des analystes de XPO Logistics Europe.

5.3. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Nos travaux comprennent la valorisation de l'Action :

- à titre principal, par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) et par les Comparables Boursiers ; et
- à titre indicatif, compte tenu de la rupture provoquée par la crise sanitaire, par des Transactions Comparables antérieures à 2020.

L'Établissement Présentateur adopte la même méthodologie et reconnaît une hiérarchie similaire à ces trois méthodes d'évaluation, en relativisant toutefois la portée des multiples boursiers VE/EBITDA, considérant qu'ils « *sont affectés par les structures de financement des entrepôts logistiques et des flottes de véhicules et pouvant présenter de fortes disparités entre les sociétés comparables, suivant qu'elles détiennent ces actifs en détention propre ou qu'elles aient recours à la location de ceux-ci* ». Il mobilise également, en tant que principales méthodes d'évaluation :

¹⁹⁴ Projet de Note d'Information, § 3 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre », pp. [25-38](#).

- l'historique des CMPV, que nous retenons à titre secondaire en raison de la faible liquidité de l'Action ;
- les dernières acquisitions de blocs de titres de la Société par XPO Logistics Inc. (auprès d'Elliott en novembre 2019) et par XPO Logistics UK Limited (auprès de CIAM en juillet 2020), auxquelles nous nous référons en tant que transactions intervenues au cours des 18 mois précédant l'annonce de l'Offre.

5.4. Endettement net financier

L'endettement net financier retenu par Ledouble (790 M€) est inférieur à celui de Rothschild Martin Maurel (832 M€) ; l'écart résulte :

- des provisions au titre des risques et charges dont nous avons considéré les décaissements inclus dans les flux de trésorerie sous-tendant le calcul de la Valeur d'Entreprise, et qui sont dès lors exclus de notre passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe (52 M€¹⁹⁵) ;
- de l'ajustement auquel nous avons procédé pour tenir compte du différentiel entre, d'une part, le montant décaissé par le Groupe au 31 décembre 2020 en vue de l'acquisition des activités de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande et, d'autre part, les sommes qui devraient *in fine* être décaissées et encaissées par le Groupe au titre de cette transaction (29 M€) ;
- d'une différence de présentation de la valeur des déficits reportables que l'Établissement Présentateur intègre en minoration de l'endettement net financier¹⁹⁶ et que nous prenons en compte directement dans notre modélisation des flux prévisionnels de trésorerie¹⁹⁷.

5.5. Évaluation intrinsèque

5.5.1. Paramètres et coefficients d'actualisation

Bien que déterminés selon des méthodologies différentes¹⁹⁸, les taux d'actualisation retenus par l'Établissement Présentateur et par Ledouble ressortent à des niveaux proches, respectivement de **8,1%** et **7,9%**.

Nos coefficients d'actualisation sont positionnés à mi-année alors que Rothschild Martin Maurel positionne la captation du flux de trésorerie en fin d'année.

Au même titre que pour l'endettement net financier, les écarts relevés sur les paramètres et coefficients d'actualisation nous conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à une valeur de l'Action majorée par rapport aux estimations de l'Établissement Présentateur.

¹⁹⁵ Provisions pour restructuration et remise en état (34 M€), provisions pour litiges sociaux et fiscaux (16 M€) et provisions environnementales (2 M€).

¹⁹⁶ À hauteur de 42 M€, correspondant à la valeur comptable des IDA afférents aux seuls déficits reportables activés par la Société.

¹⁹⁷ Pour une valeur supérieure de 54 M€, incluant à la fois la part activée et non activée des déficits reportables.

¹⁹⁸ En particulier, l'Établissement Présentateur a déterminé le taux d'actualisation selon une approche indirecte, dissociant le coût des fonds propres et celui de la dette, alors que nous avons privilégié une approche directe. Par ailleurs, notre estimation du rendement de marché est basée sur une approche prospective qui intègre les données de marché les plus récentes, tandis que l'Établissement Présentateur a choisi de retenir une moyenne historique.

5.5.2. Taux de croissance perpétuel

Les taux de croissance à l'infini retenus de part et d'autre sont homogènes (1,4% pour Rothschild Martin Maurel et 1,5% pour Ledouble) et reflètent les anticipations d'inflation dans les principales zones d'implantation du Groupe.

5.5.3. Trajectoires modélisées par Ledouble et l'Établissement Présentateur

L'Établissement Présentateur a modélisé :

- d'une part, la Trajectoire Initiale¹⁹⁹, en procédant à une extrapolation de la Période Explicite jusqu'en 2028 (la « **Période d'Extrapolation** ») :
 - en faisant converger la croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance perpétuelle ;
 - en abaissant progressivement la marge d'EBITDA vers le taux de rentabilité cible de 6% inscrit dans la Trajectoire Révisée ;
 - en maintenant toutefois la modélisation du BFR figurant dans la Trajectoire Initiale, *i.e.* en la perpétuant tout au long de la Période Explicite et de la Période d'Extrapolation ;
- d'autre part, la Trajectoire Révisée²⁰⁰, en positionnant, comme nous l'avons fait, la valeur terminale à l'issue de la Période Explicite et en retenant également :
 - un chiffre d'affaires cible de 8,0 Md€ en 2024 ;
 - un taux d'EBITDA de 6,0% ; et
 - une enveloppe de capex représentant 2,0% du chiffre d'affaires prévisionnel.

Pour les raisons évoquées *supra* (§ 4.4.1.2.ii et § 4.4.1.3), nous avons demandé à la Direction de modifier ses prévisions, et n'avons par conséquent pas modélisé la Trajectoire Initiale.

Les modélisations par Ledouble et par l'Établissement Présentateur de la Trajectoire Révisée sont globalement similaires. Les différences relevées concernent :

- le niveau de marge et d'investissements sur la Période Explicite, l'Établissement Présentateur ayant opté pour un ajustement progressif entre 2021 et 2024, alors que nous avons appliqué dès 2022 les taux de marge et d'investissement cibles. Ces écarts de modélisation se compensent toutefois et n'ont donc pas d'impact sur la valeur de l'Action ;
- le besoin en fonds de roulement, que nous avons estimé à 3% du chiffre d'affaires, l'Établissement Présentateur ayant retenu quant à lui un taux proche de 2% ;
- le taux d'imposition normatif, que nous avons estimé à un niveau inférieur à celui de l'Établissement Présentateur. Nous avons toutefois tenu compte d'une charge prévisionnelle de CVAE, nous conduisant *in fine* à une enveloppe globale d'impôts et taxes proche de celle de Rothschild Martin Maurel.

¹⁹⁹ L'Établissement Présentateur emploie le terme de « scénario *best-case* ».

²⁰⁰ L'Établissement Présentateur emploie le terme de « plan d'affaires *base-case* ».

Au global, l'écart de 21 € constaté entre notre estimation centrale de la valeur de l'Action à partir de la Trajectoire Révisée (277 €) et celle de l'Établissement Présentateur (256 €), provient essentiellement des paramètres techniques²⁰¹ et du calcul de l'endettement financier net.

5.6. Évaluation analogique par les Comparables Boursiers

Notre panel de Comparables Boursiers se recoupe partiellement avec celui de l'Établissement Présentateur, en ce qui concerne les sociétés ID Logistics, STEF et Wincanton.

Nous avons toutefois exclu les sociétés :

- Knight-Swift Transportation, compte tenu de son exposition principale à l'activité de transport ;
- Logwin, au vu d'un flottant et d'un suivi par les analystes que nous jugeons insuffisants.

A contrario, nous avons inclus le logisticien Echo Global Logistics, que l'Établissement Présentateur a écarté.

Les autres écarts méthodologiques relevés sont résumés ci-après :

- s'agissant des modalités de calcul des multiples, l'Établissement Présentateur se réfère aux capitalisations boursières en moyenne 1 mois. Nous retenons une moyenne 3 mois²⁰² ;
- s'agissant du choix des multiples, l'Établissement Présentateur se réfère à titre principal à des multiples d'EBITA, considérant que la pertinence des multiples d'EBITDA est affectée par les divergences en matière de politique d'investissements et de détention des actifs²⁰³. Bien que partageant cette opinion, nous avons construit notre échantillon de Comparables Boursiers de sorte à limiter les biais éventuels, et présentons par conséquent les deux catégories de multiples sans introduire de hiérarchie entre elles ;
- s'agissant des agrégats auxquels sont appliqués les multiples, nous avons retenu exclusivement la Trajectoire Révisée, l'Établissement Présentateur ayant appliqué ses multiples à la Trajectoire Initiale et à la Trajectoire Révisée. Nous rappelons toutefois que l'agrégat 2021 est issu du budget du Groupe, commun aux deux trajectoires.

5.7. Évaluation analogique par les Transactions Comparables

Notre panel de Transactions Comparables diffère de celui présenté par l'Établissement Présentateur sur plusieurs aspects :

- notre recensement s'échelonne de 2018 à 2019 ; l'Établissement Présentateur élargit son échantillon de transactions jusqu'en 2007 ;
- nous avons retenu des cibles européennes ; l'Établissement Présentateur inclut dans son échantillon de transactions des sociétés situées outre-Atlantique²⁰⁴ ;

²⁰¹ Paramètres et coefficients d'actualisation.

²⁰² Pour les raisons évoquées *supra* (§ 4.4.2.3)

²⁰³ Modèles « *Asset Heavy* » versus « *Asset Light* ».

²⁰⁴ États-Unis ou Canada.

- nous ne présentons ainsi qu'une seule transaction commune avec l'Établissement Présentateur, relative à la société CEVA Logistics ;
- nous présentons les multiples d'EBITDA avant et après retraitement de la prime de contrôle, l'Établissement Présentateur n'opérant pas cette distinction.

Les multiples médians extériorisés par notre échantillon de Transactions Comparables s'échelonnent entre 6,9x et 9,1x *versus* 8,3x pour l'Établissement Présentateur. Rothschild Martin Maurel y applique l'agrégat 2020 du Groupe, tout en relativisant la pertinence du fait de la crise sanitaire ; pour cette raison, nous avons choisi d'appliquer les multiples médians de notre panel, avant et après retraitement de la prime de contrôle, à l'EBITDA 2019 du Groupe.

5.8. Analyse du cours de bourse historique

Contrairement à l'Établissement Présentateur qui présente le cours de bourse comme critère principal, nous sommes d'avis que le cours historique de l'Action ne constitue pas une référence pertinente compte tenu du manque de liquidité du titre (§ 4.2.5).

Ledouble et l'Établissement Présentateur présentent les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) respectivement en nombre de séances (30 à 180 séances) et en nombre de mois (1 à 12 mois)²⁰⁵.

5.9. Synthèse

Comparaison synthétique des valeurs de l'Action

Comparaison synthétique des valeurs de l'Action											
€ / Action	Ledouble			Prime / (décote)		Rothschild Martin Maurel			Prime / (décote)		
	Min.	Centrale	Max.			Min.	Centrale	Max.			
Prix de l'Offre	315						315				
DCF											
Trajectoire Initiale							267			17,9%	
Trajectoire Révisée	251	277	308	25,5%	2,3%		256			22,9%	
Comparables Boursiers											
Multiples d'EBITA	224		226	40,5%	39,3%	244		305	29,2%	3,1%	
Multiples d'EBITDA	246		319	28,3%	(1,3%)	234		286	34,5%	10,1%	
Transactions Comparables	215		309	46,3%	1,8%		205			53,5%	
Transactions récentes sur le capital	243		260	29,9%	21,2%	243		260	29,9%	21,2%	
Cours spot au 1er avril 2021		292		7,9%			292			7,9%	
CMPV	248		278	26,8%	13,5%	248		279	27,1%	12,8%	

Sources : Analyses Ledouble, Projet de Note d'Information

²⁰⁵ Nous avons relevé sur les périodes examinées des écarts de volumes, susceptibles d'être imputables aux bases de données utilisées et/ou aux formules de calcul.

6. Appréciation de l'incidence des Opérations Connexes et Subséquentes

L'analyse des Opérations Connexes et des Opérations Subséquentes à l'Offre appelle de notre part les commentaires suivants dans le cadre de l'appréciation des conditions financières de l'Offre.

6.1. Opérations Connexes

6.1.1. Acquisition de la participation d'Elliott

Nous avons pris connaissance, à la lecture des informations publiques et de la documentation²⁰⁶ mise à notre disposition, des événements intervenus depuis l'OPAS 2015 concernant la participation de 9,13% acquise en 2015 par Elliott dans le capital de XPO Logistics Europe, et du contentieux qui s'en est suivi (§ 1.1.1) jusqu'à la Transaction en date du 22 novembre 2019 (§ 1.1.2), dernière opération significative intervenue sur le capital de la Société (§ 2.6.1.1).

Nous avons à ce titre été informés du contenu de l'accord transactionnel conclu entre Elliott et XPO Logistics, Inc. dans le cadre de l'acquisition par XPO Logistics, Inc. de l'intégralité des 898.128 titres XPO Logistics Europe détenus par Elliott, qui a mis fin aux procédures contentieuses de part et d'autre.

Nous sommes en mesure de confirmer le caractère ferme et définitif du Prix de la Transaction de **260 €** par Action, inférieur au Prix de l'Offre.

6.1.2. Acquisition de la participation de CIAM

Nous avons eu communication, par le conseil juridique de XPO Logistics, Inc., du SPA conclu entre CIAM et XPO Logistics UK Limited pour l'acquisition par XPO Logistics UK Limited de l'intégralité des 68.450 Actions détenues par CIAM, représentant 0,69% du capital de la Société (§ 1.1.4 et § 2.6.1.2).

Nous sommes en mesure de confirmer le caractère ferme et définitif du prix de **242,50 €** par Action consigné dans le SPA, inférieur au Prix de l'Offre.

6.2. Opérations Subséquentes

6.2.1. Rémunération de la marque XPO Logistics

Nous comprenons que l'utilisation de la marque XPO Logistics, dont la concession gratuite depuis l'OPAS 2015 a été plusieurs fois prorogée²⁰⁷, a désormais vocation à être facturée, au même titre que l'utilisation par la Société et ses filiales, tant dans le secteur de la logistique que celui du transport, de certaines technologies développées et mises à leur disposition par XPO Logistics, Inc.

²⁰⁶ Dont les conclusions et conclusions en réponse produites pour les audiences auprès du Tribunal de commerce de Paris.

²⁰⁷ La dernière prorogation ayant pris fin au 30 juin 2020.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information et le RFA 2020, il est prévu que la rémunération par voie de redevance intervienne à l'issue de la scission envisagée au sein de Logistics XPO, Inc. des activités logistiques et de transport (§ 2.6.2.1 et § 6.2.3)²⁰⁸.

Après exploitation de la documentation préliminaire²⁰⁹ à la mise en place d'une licence de marque et de technologie, dont l'impact n'a pas été intégré dans notre évaluation multicritère de l'Action, et de l'appréciation de la capacité de la Société et de ses filiales à en supporter la charge, nous confirmons qu'une telle convention serait de nature à réduire significativement la valorisation du Groupe.

6.2.2.Cession intra-groupe de Jacobson

La cession par XPO Logistics Europe à XPO Logistics, Inc., du groupe américain Jacobson, acquis en 2014 par Norbert Dentressangle, est également prévue postérieurement à la scission des activités logistiques et de transport de XPO Logistics Europe (§ 2.6.2.2 et § 6.2.3) ; elle permettrait de repositionner juridiquement Jacobson dans l'organigramme du Groupe XPO, en cohérence avec son pilotage opérationnel qui est opéré depuis les États-Unis.

Nous nous sommes assurés que la valorisation préliminaire²¹⁰ de Jacobson en vue de son transfert de XPO Logistics Europe vers XPO Logistics, Inc. était compatible avec les bases de notre évaluation multicritère de l'Action incluant *de facto* la contribution de la BU Supply Chain US assimilable à Jacobson, et n'avait par conséquent pas d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action.

6.2.3.Scission au sein de XPO Logistics, Inc.

À l'appui de la documentation publique sur le projet de scission des activités de logistique et de transport au sein du Groupe XPO, des informations recueillies auprès de nos interlocuteurs sur le processus envisagé de détournement de ces deux activités, ainsi qu'à la lecture des notes d'analystes en charge du suivi du titre XPO Logistics, Inc., nous nous sommes attachés à vérifier l'absence d'éléments de nature à remettre en cause l'évaluation de l'Action à ce stade du projet de scission (§ 1.1.5 et § 2.6.2.3).

Il nous a notamment été confirmé que :

- les synergies attendues à terme du projet de scission sont de nature exclusivement financière ; aucune synergie de nature opérationnelle n'a été identifiée, le projet de scission pouvant même induire, à court terme, des di-synergies sur le plan opérationnel ;
- dans l'hypothèse où l'Offre n'aurait pas lieu, seuls les actionnaires actuels de XPO Logistics, Inc. pourraient être, à l'issue de la scission, actionnaires des holdings *XPO RemainCo* et *NewCo* (GXO)²¹¹ ; en conséquence, les synergies attendues à terme de la scission n'ont pas à bénéficier aux actionnaires actuels de XPO Logistics Europe ;

²⁰⁸ Il nous a été confirmé, qu'à l'exception de XPO Logistics Europe, les filiales du Groupe XPO se voient facturer des redevances au titre de la marque ou des technologies qui leur sont concédées.

²⁰⁹ Le projet de licence intra-groupe ayant été suspendu début mars 2021 jusqu'à l'achèvement du retrait obligatoire, phase ultime de l'Offre (§ 2.6.2.1).

²¹⁰ Le projet de cession intra-groupe de Jacobson ayant, comme le projet de licence intra-groupe, été suspendu début mars 2021, dans l'attente de l'aboutissement du retrait obligatoire (§ 2.6.2.2).

²¹¹ Le Projet de Note d'Information, § 1.3.8 « Intentions en matière d'intégration et de fusion », p. 12, mentionne par ailleurs qu'aucun projet de fusion entre XPO Logistics Europe et une autre société du Groupe XPO n'est actuellement à l'étude.

- aucune projection financière n'a été établie au titre des activités exercées par le Groupe dans la perspective de la scission ;
- aucune analyse n'a été menée à ce stade en interne ou par des tiers, en vue de la détermination de la valeur d'introduction en bourse de GXO.

6.3. Synthèse

En définitive, nous n'avons pas relevé dans les Opérations Connexes et dans les Opérations Subséquentes de dispositions susceptibles d'avoir une incidence sur notre estimation de la valeur de l'Action et notre appréciation du Prix de l'Offre.

7. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse du 6 avril 2021 faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 7 avril 2021 sur notre site d'informations.

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires Minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, ni par les représentants de l'Initiateur.

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.2), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation ;
- l'absence de dispositions dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous précisons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres ; à titre indicatif, depuis la clôture de l'OPAS 2015, 97% des volumes ont été échangés à un prix inférieur au Prix de l'Offre.

Nous constatons que les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs titres au Prix de l'Offre de 315 €, appréciable au regard :

- d'une part, de la faible liquidité liée à l'étroitesse du flottant ; et
- d'autre part, des valeurs résultant des méthodes d'évaluation intrinsèque (DCF) et analogique (Comparables Boursiers) que nous retenons à titre principal pour évaluer l'Action, et des fourchettes de primes qui en découlent.

Nous n'avons pas recensé dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes d'informations de nature à remettre en cause l'équité du Prix de l'Offre :

- le Prix de l'Offre extériorise une prime de l'ordre de 21% sur le Prix de la Transaction (260 €), conclu fin 2019 de façon ferme et définitive avec Elliott, cette Transaction étant la dernière opération significative intervenue sur le capital de la Société ; la cession plus récente, fin juillet 2020, des titres détenus par CIAM, qui portait sur une fraction marginale du capital de la Société, a été négociée à un prix également ferme et définitif (242,50 €), toujours inférieur au Prix de l'Offre ;
- l'aboutissement à l'issue de l'Offre du projet de contrat de licence, au titre de la marque XPO Logistics et des technologies utilisés par la Société et ses filiales, annoncé à l'issue de l'OPAS 2015 mais ajourné par prorogations successives de leur concession à titre gracieux, serait de nature à réduire significativement la valorisation du Groupe ;
- les informations portées à notre connaissance sur le projet de cession intra-groupe de Jacobson, suspendu dans l'attente du dénouement du retrait obligatoire et répondant à l'alignement de son positionnement juridique et opérationnel au sein du Groupe XPO, en cohérence avec sa localisation aux États-Unis, n'ont pas d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action ;
- le projet de scission annoncé par XPO Logistics, Inc. n'a pas d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action, compte tenu de la nature des synergies attendues à terme dans le cadre de ce projet et des modalités envisagées pour la séparation des activités de transport et de logistique au niveau européen, qui ne modifieront pas la structure actionnariale de XPO Logistics Europe.

9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- nous sommes en mesure de conclure, d'un point de vue financier, sur le caractère équitable, pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre assortie d'un retrait obligatoire, du Prix de l'Offre de 315 € par Action ;
- nous n'avons pas identifié, dans les Opérations Connexes et les Opérations Subséquentes à l'Offre, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de XPO Logistics Europe dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 27 avril 2021

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Romain DELAFONT

ANNEXES

➤ Lettres de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de la mission	Annexe 3
➤ Interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Sélection des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : PREMIÈRE LETTRE DE MISSION

XPO LOGISTICS EUROPE

Société anonyme au capital de 19.672.482 €
Siège social : 192 avenue Thiers, 69006 Lyon
309 645 539 RCS Lyon

LEDOUBLE

MM. Olivier Cretté and Romain Delafont
8 rue Halévy
75009 Paris

A Lyon, le 29 Avril 2020

Par email à ocrette@ledouble.fr et rdelafont@ledouble.fr

Objet : Lettre de mission

Chers Messieurs,

Je vous écris pour le compte du conseil de surveillance de XPO Logistics Europe (XPOE) pour vous confirmer la désignation de votre cabinet, représenté par vous-mêmes, le 28 février 2020, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie par un retrait obligatoire que XPO Logistics, Inc. (XPO) pourrait initier sur XPOE.

L'offre de XPO ferait suite à l'acquisition, annoncée le 25 novembre 2019, par XPO des actions XPOE détenues par Elliott Capital Advisors, L.P. représentant 9,13% du capital, depuis laquelle XPO détient 95,82% du capital et 96,43% des droits de vote. Le contrôle qu'a XPO de XPOE est la seule situation de conflit d'intérêts potentiel identifiée par XPOE à ce jour.

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, pour prévenir tout conflit d'intérêts, le conseil de surveillance a décidé de constituer un comité *ad hoc* composé de cinq membres du conseil de surveillance dont ses trois membres indépendants, avec pour mission de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de cet expert, et de préparer un projet de l'avis motivé que le conseil de surveillance rendra sur l'offre de XPO.

Conformément à l'article 261-1 I 1° (XPO détient le contrôle de XPOE), I 4° (l'acquisition par XPO de la participation d'Elliott est connexe à l'offre) et II (l'offre de XPO serait suivie d'un retrait obligatoire) du règlement général de l'AMF, votre mission sera de préparer un rapport sur les conditions financières de l'offre que XPO pourrait initier, la conclusion de ce rapport prenant la forme d'une attestation d'équité, afin de permettre au conseil de surveillance d'émettre son avis motivé et sa recommandation aux actionnaires minoritaires concernant le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Le conseil de surveillance a décidé de vous désigner compte tenu de votre expertise technique reconnue, de votre confirmation que vous n'êtes pas en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre et leurs conseils, et de votre bonne connaissance de notre secteur d'activité et de notre groupe, puisque votre cabinet, déjà représenté par M. Olivier Cretté, avait agi en qualité d'expert indépendant lorsque XPO a initié sa première offre publique sur XPOE en 2015.

Plusieurs réunions du comité *ad hoc* seront programmées avec vous pour discuter de l'avancement de vos travaux et de la version finale de votre rapport.

Vous trouverez ci-joint une copie des décisions du conseil de surveillance ayant décidé de créer un comité *ad hoc* et de vous désigner en qualité d'expert indépendant (ainsi que de me déléguer le pouvoir de signer votre lettre de mission), ainsi qu'une copie des décisions de ce comité de proposer votre désignation à ce poste.

Nos équipes et nos conseils sont à votre disposition pour vous fournir toute assistance ou information nécessaire à l'accomplissement de votre mission.

Je vous prie d'agréer, Chers Messieurs, l'expression de mes sentiments les meilleurs.



M. Malcolm Wilson
Président du directoire

ANNEXE 1 (suite) : SECONDE LETTRE DE MISSION

XPO LOGISTICS EUROPE

Société anonyme au capital de 19.672.482 €
Siège social : 192 avenue Thiers, 69006 Lyon
309 645 539 RCS Lyon

LEDOUBLE

MM. Olivier Cretté and Romain Delafont
8 rue Halévy
75009 Paris

A Lyon, le 19 Avril 2021

Par email à ocrette@ledouble.fr et rdelafont@ledouble.fr

Objet: Confirmation de mission

Chers Messieurs,

Le conseil de surveillance de XPO Logistics Europe (XPOE) a désigné Ledouble SAS, le 28 février 2020, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie par un retrait obligatoire que XPO Logistics, Inc. (XPO) envisageait de déposer sur XPOE. Ce projet a été suspendu avant d'être récemment remis en œuvre puis déposé auprès de l'AMF par XPO.

Je vous écris pour le compte du conseil de surveillance de XPOE pour vous informer que la désignation de votre cabinet, représenté par vous-mêmes, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie par un retrait obligatoire de XPO Logistics, Inc. (XPO) sur XPOE a été confirmée le 9 mars 2021.

L'offre de XPO, qui a été initiée par sa filiale XPO Logistics UK Limited, porte sur l'ensemble des actions XPOE non détenues, directement ou indirectement, par XPO. Ces actions représentent environ 3,48% du capital de XPOE.

Le contrôle qu'exerce XPO sur XPOE demeure la seule situation de conflit d'intérêts potentiel identifiée par XPOE.

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, pour prévenir tout conflit d'intérêts, le conseil de surveillance de XPOE avait décidé en février 2020 de constituer un comité *ad hoc*, lequel est à ce jour composé de quatre membres du conseil de surveillance dont ses trois membres indépendants, avec pour mission de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de cet expert, et de préparer un projet de l'avis motivé que le conseil de surveillance rendra sur l'offre de XPO.

Conformément aux articles 261-1 I 1° (XPO contrôle XPOE), 261-1 I 4° (les acquisitions par XPO des participations d'Elliott et de CIAM dans XPOE peuvent être considérées comme connexes à l'offre) et 261-1 II (l'offre de XPO sera suivie d'un retrait obligatoire) du règlement général de l'AMF, votre mission conduira à la préparation d'un rapport sur les conditions financières de l'offre de XPO – la conclusion de ce rapport prenant la forme d'une attestation d'équité – afin de permettre au conseil de

surveillance d'émettre son avis motivé et sa recommandation aux actionnaires minoritaires concernant le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Le conseil de surveillance a décidé de renouveler votre désignation compte tenu de votre expertise technique reconnue, de votre confirmation que vous n'êtes pas en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre et leurs conseils, et de votre bonne connaissance de notre secteur d'activité et de notre groupe, puisque vous aviez agi en qualité d'expert indépendant lorsque XPO a initié sa première offre publique sur XPOE en 2015, et que vous avez été informés du projet d'offre publique de retrait suivie par un retrait obligatoire de XPO sur XPOE dès 2019.

Plusieurs autres réunions du comité *ad hoc* seront programmées avec vous pour discuter de l'avancement de vos travaux et de la version finale de votre rapport.

Nos équipes et nos conseils sont à votre disposition pour vous fournir toute assistance ou information nécessaire à l'accomplissement de votre mission.

Je vous prie d'agréer, Chers Messieurs, l'expression de mes sentiments les meilleurs.



M. Malcolm Wilson
Président du directoire

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

➤ Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction, les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et les représentants de l'Initiateur
- Analyse des communiqués de presse de XPO Logistics Europe et de XPO Logistics, Inc.
- Analyse du contexte de la Transaction
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action
- Étude des principales caractéristiques et composantes du marché du transport et de la logistique et du positionnement du Groupe sur ce marché
- Requêtes documentaires

➤ Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe depuis l'OPAS 2015
- Analyse des comptes consolidés annuels et semestriels de la Société depuis l'OPAS 2015
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Exploitation des réponses de la Direction et des Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur aux requêtes documentaires
- Revue des événements postérieurs à la Transaction
- Analyse de l'incidence de la pandémie de Covid-19 sur le secteur de la logistique et du transport et sur les perspectives du Groupe
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et recherche de Transactions Comparables
- Analyse des données prévisionnelles et modélisation (DCF, multiples boursiers, multiples transactionnels)
- Évaluation de l'Action et recensement des primes induites par le Prix de l'Offre
- Analyse des Opérations Connexes et des Opérations Subséquentes

➤ Élaboration du Rapport

- Administration et supervision de la Mission
- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Comptes rendus de l'avancement de la Mission au Comité Ad Hoc
- Soumission de lettres d'affirmation à la Direction et aux représentants de l'Initiateur
- Rédaction du Rapport et présentation au Comité Ad Hoc

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE (suite)

➤ Rémunération

- Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 520.000 € hors taxes, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission, dont une facturation de 340.000 € au titre des travaux réalisés en 2019 et 2020²¹².
- Les temps consacrés à la réalisation de la Mission représentent environ 2.400 heures.

²¹² Temps passés de fin décembre 2019 à fin juillet 2020.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE LA MISSION

> Décembre 2019

- Contacts préliminaires avec la Direction et les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur
- Requête documentaire

> Janvier 2020

- Examen des supports de présentation de l'Offre
- Analyse des principes et de la structure de l'Offre
- Recherche et exploitation des informations publiques disponibles sur les sites d'information de XPO Logistics Europe et de XPO Logistics, Inc.
- Recherche d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Analyse détaillée du cours de bourse de XPO Logistics Europe et de XPO Logistics, Inc.
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Compléments à la requête documentaire
- Entretiens avec la Direction et les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur
- Exploitation des procès-verbaux des réunions du Conseil de Surveillance (2015 – 2019)
- Analyse du contentieux Elliott à la suite de l'OPAS 2015
- Réunion avec les Conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur
- Rédaction du projet de lettre de mission

> Février 2020

- Réunion de présentation du contentieux Elliott avec les Conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur
- Session de Q&A sur les comptes consolidés historiques de la Société (2015-2019)
- Recherches d'informations sectorielles dans nos sources documentaires et bases de données
- Évaluation de l'impact de l'application des nouvelles normes comptables IFRS 16 et ASC 842 sur les Comparables Boursiers
- Désignation de Ledouble en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance (28 février 2020)

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE LA MISSION (suite)

> Mars 2020

- Analyse des comptes consolidés et des tests de dépréciation des actifs du Groupe au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2019
- Contacts et réunion avec la Direction
- Mise à jour de la requête documentaire
- Ouverture d'une *data room*
- Revue de l'information comptable et financière de XPO Logistics, Inc. (2019)
- Évaluation Multicritère
- Suspension des travaux suite au confinement imposé par la pandémie de Covid-19

> Juin 2020

- Contacts avec la Direction et les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur
- Compléments à la requête documentaire
- Examen des travaux d'évaluation du conseil financier de l'Initiateur
- Réunions avec la Direction
- Actualisation de l'Évaluation Multicritère

> Juillet 2020

- Contacts avec la Direction et les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur
- Synthèse et interruption des travaux

> Mars 2021

- Contacts avec les Conseils juridiques et financiers de l'Initiateur (fin février 2021)
- Confirmation de la désignation de Ledouble en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance (9 mars 2021)
- Mise à jour de la requête documentaire
- Reprise et actualisation au titre du second semestre 2020 et du premier trimestre 2021 de l'ensemble des travaux réalisés au premier semestre 2020
- Contacts avec la Direction et les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur
- Exploitation des procès-verbaux des réunions du Conseil de Surveillance (2020 – 2021) et des Assemblées générales (2019 – 2020)
- Analyse des comptes consolidés de la Société en projet au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020
- Examen des travaux d'évaluation du conseil financier de l'Initiateur
- Évaluation Multicritère
- Revue qualité

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE LA MISSION (suite)

➤ Avril 2021

- Analyse des Opérations Subséquentes et de la documentation y afférente
- Examen du Projet de Note d'Information
- Compléments à la requête documentaire
- Contacts avec la Direction, les Conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et les représentants de l'Initiateur
- Contacts et réunions d'étape avec le Comité Ad Hoc²¹³
- Analyse des comptes consolidés en version finale et des tests de dépréciation des actifs du Groupe au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020
- Examen des conditions d'acquisition des actifs de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande
- Revue de l'information comptable et financière de XPO Logistics, Inc. (2020)
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Présentation de la lettre de mission
- Rédaction du projet de Rapport
- Revue qualité
- Levée des suspens
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse
- Soumission des lettres d'affirmation à la Direction et aux représentants de l'Initiateur
- Revue indépendante du projet de Rapport
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc

²¹³ Réunions d'étape le 14 avril 2021, le 21 avril 2021 et le 26 avril 2021.

ANNEXE 4 : INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

XPO Logistics Europe

- | | |
|----------------------|--|
| ▪ Matthieu RENOLLAUD | Chief Financial Officer |
| ▪ Romain TAMBUIZZO | Financial Controller Corporate Europe |
| ▪ Bertrand LE GOFF | Senior Vice President,
Financial Planning & Analysis – Europe |
| ▪ Sophie BIGALLET | Senior Director, Treasury Europe |
| ▪ Cyril TROSSAT | Directeur consolidation et reporting |

Comité Ad Hoc

- | | |
|---------------------------|--|
| ▪ Clare CHATFIELD | Membre indépendant,
Présidente de la Commission d'audit |
| ▪ Henri LACHMANN | Membre indépendant |
| ▪ François-Marie VALENTIN | Membre indépendant |
| ▪ Gena ASHE | Vice-Présidente du Conseil de Surveillance |

> Initiateur

XPO Logistics, Inc.

- | | |
|-----------------|--|
| ▪ Karlis KIRSIS | Senior Vice President, Corporate Counsel |
| ▪ Ravi TULSYAN | Deputy Chief Financial Officer and Treasurer |

> Conseils juridiques

Cabinet Bompont

- | | |
|--------------|----------------|
| ▪ Éric LAUT | Avocat associé |
| ▪ Jean LEROY | Avocat |

Darros Villey Maillot Brochier

- | | |
|-------------------------------|----------------|
| ▪ Olivier HUYGHUES DESPOINTES | Avocat associé |
| ▪ Nicolas MENNESSON | Avocat associé |

> Conseils financiers²¹⁴

Rothschild & Cie

- | | |
|--------------------------|----------------|
| ▪ Pierre-Henri CHAPPAZ | Associé gérant |
| ▪ Alexis MASSON | Director |
| ▪ Julien DURAND | Associate |
| ▪ Jacques-Antoine MAUGER | Analyst |

²¹⁴ Dans le cadre du projet d'Offre en 2021.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

Informations juridiques

- Projet de Note d'Information
- Communiqué du dépôt du Projet de Note d'Information (6 avril 2021)
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Transactions conclues avec Elliott (22 novembre 2019) et CIAM (25 juillet 2020)
- Manifestation d'intérêt d'un actionnaire pour la cession de ses titres XPO Logistics Europe (février 2021)
- Note d'information et note d'information en réponse visées par l'AMF dans le cadre de l'OPAS 2015

Informations financières

- *Financial Projections*, Conseil de Surveillance (2 avril 2021)
- *Discussion Materials on Valuation*, Rothschild & Cie (avril 2021)
- Évaluation préliminaire de la Supply Chain US dans la perspective de la cession intra-groupe (mars 2021)
- Évaluation préliminaire des conditions financières d'un accord de licence de propriété intellectuelle (février 2021)

➤ Documentation juridique

XPO Logistics Europe

- K-Bis
- Statuts
- Organigramme
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux des réunions du Conseil de Surveillance (2015 – 2021)
- Procès-verbaux des assemblées générales (2019 – 2020)
- Documentation relative au contentieux ayant impliqué Elliott, XPO Logistics, Inc. et XPO Logistics Europe avant la Transaction
- Communiqués de presse

XPO Logistics, Inc.

- Communiqués de presse
- *Notice of 2021 Annual Meeting*
- *Notice of 2020 Annual Meeting*

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation comptable

XPO Logistics Europe

- Rapports financiers annuels (2015 à 2020)
- Rapports financiers semestriels (2016 à 2020)
- Présentation des états financiers au Conseil de Surveillance (31 décembre 2020 et 31 décembre 2019)
- Répartition de l'EBITDA par pays (31 décembre 2020)
- État des déficits fiscaux (31 décembre 2020)
- Rapport des commissaires aux comptes à la Commission d'audit (31 décembre 2020 et 31 décembre 2019)
- Tests d'*impairment* (31 décembre 2020 et 31 décembre 2019)
- Valorisation de Jacobson dans le cadre des tests d'*impairment* (31 décembre 2020)
- Compte de résultat et tableau des flux de trésorerie hors IFRS 16 (2020)
- Synthèse de l'acquisition des actifs de Kuehne+Nagel au Royaume-Uni et en Irlande

XPO Logistics, Inc.

- Rapports financiers annuels (2018 à 2020)
- Form 10-K déposés à la SEC (2019 et 2020)
- Tests de dépréciation des actifs (31 août 2020 et 31 août 2019)

➤ Documentation financière

XPO Logistics Europe

- Budget 2021 par BU
- Suivi budgétaire (2017 à 2020 et premier trimestre 2021)
- Présentations budgétaires au Conseil de Surveillance (2018 à 2020)
- Données prévisionnelles présentées par le Directoire à la Commission d'audit (1^{er} avril 2021) et au Conseil de Surveillance (2 avril 2021)
- Prévisions de la Période Explicite (Trajectoire Initiale et Trajectoire Révisée)
- Analyse trimestrielle du BFR (2020)
- Analyse trimestrielle des flux de trésorerie par BU (2020)
- Analyse de la variation de BFR (2017 à 2020)

XPO Logistics, Inc.

- Présentation aux investisseurs (février 2021, mai 2020, février 2020, octobre 2019)
- Présentation du projet de scission du segment logistique (décembre 2020)
- Notes d'analystes (2020 et 2021)
- Analyse économique préliminaire des éléments incorporels liés à la marque et à la technologie (octobre 2019)

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation sectorielle

- CNR (2020), « Baromètre activité et climat économique TRM. Résultats de mars 2020 », 16 juin
- CNR (2019), « Perspectives économiques et coûts du TRM », novembre
- FMI (2021), « Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale », janvier
- FMI (2020), « World Economic Outlook: The Great Lockdown », juin
- Freight Transport Association (2019), « Logistics Report »
- Ibisworld (2020), « Third-Party Logistics in the US Market Size 2003-2026 »
- Statista (2019), « Logistics Industry in the U.S. »
- Xerfi (2021), « Le *freight forwarding* en France », février
- Xerfi (2021), « Le transport routier de marchandises », janvier
- Xerfi (2020), « Le transport et l'entreposage », novembre
- Xerfi (2020), « Le marché mondial des services logistiques », septembre, octobre
- Xerfi (2020), « Covid-19 : les conséquences économiques dans les secteurs du transport et de la logistique », mai
- Xerfi (2019), « Le *freight forwarding* en France », novembre
- Xerfi (2019), « Le transport routier de marchandises », novembre
- Xerfi (2019), « L'entreposage frigorifique et non frigorifique », septembre

➤ Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

➤ Sites d'information²¹⁵

Parties prenantes à l'Offre

- XPO Logistics Europe, <https://europe.xpo.com/fr/>
- XPO Logistics, Inc., <https://europe.xpo.com/fr/>

Comparables Boursiers

- Echo Global Logistics, <https://www.echo.com/>
- ID Logistics, <https://www.id-logistics.com/fr/groupe/>
- STEF, <https://www.stef.com/>
- Wincanton, <https://www.wincanton.co.uk/>

²¹⁵ Liens Web au 27 avril 2021.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- CNR, <http://www.cnr.fr/>
- Commission européenne, https://ec.europa.eu/info/index_fr
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/>
- FMI, <https://www.imf.org/external/french/index.htm>
- Ibisworld, <https://www.ibisworld.com/>
- Insee, <https://www.insee.fr/fr/statistiques>
- Legifrance, <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- OCDE, <https://www.oecd.org/fr/>
- Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/>
- Statista, <https://fr.statista.com/>

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2014 à 2021 figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

➤ **Olivier CRETTE, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

➤ **Romain DELAFONT, Associé**

- Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière » de l'Université Paris – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

➤ **Edouard HAYOT, Directeur de mission**

- Neoma Business School, campus de Reims
- Membre de la SFEV

➤ **Thomas WOESTELANDT, Manager**

- Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- Membre de la SFEV

➤ **Marjory BRUCHON, CFA, Responsable de mission**

- IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des Marchés
- Membre du CFA Society France
- Membre de la SFEV

➤ **Hélène FABRE, Responsable de mission**

- Université Paris Dauphine – Master Finance, recherches et études approfondies

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

> Ines MEFLAH, Analyste

- Neoma Business School – Master Grande Ecole, spécialisation Finance d'Entreprise

> Tatiana VELANDIA ARDILA, Analyste

- IESEG School of Management – Master Grande Ecole, spécialisation Gestion d'Actifs
- Universidad Externado de Colombia – Licence en Finance d'Entreprise et Affaires Internationales

> Agnès PINIOT, Associée, Présidente, Revue indépendante

Agnès PINIOT n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 10**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre des Commissions Évaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) et de l'Ordre des Experts-Comptables (OEC)
- Trésorière de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice (CNECJ)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE²¹⁶

Expertises financières réalisées par Ledouble

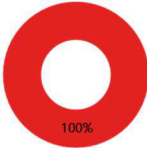
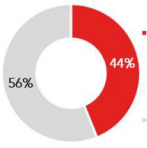
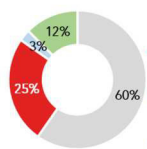
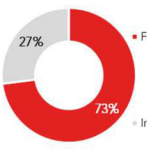
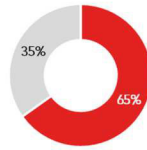
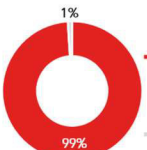
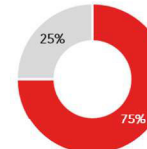
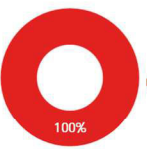
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs (2)	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild

* : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

²¹⁶ Depuis 2014.

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Descriptif des Comparables Boursiers

Société	Description de l'activité	Informations clés	Données financières	Répartition du CA par activité	Répartition du CA par région
ID Logistics 	ID Logistics Group est un <i>pure player</i> des services de logistique contractuelle en France et à l'international. Le groupe propose des solutions et des services d'entreposage, de chaîne logistique, de livraison de projets clés en main et de commerce électronique. Il sert des clients multi-secteurs et dispose d'une expertise reconnue sur le e-commerce. ID Logistics emploie plus de 21 500 salariés, répartis dans 17 pays.	Contrairement à de nombreuses entreprises du secteur, ID Logistics a bénéficié des effets de la crise sanitaire, notamment du fait de son positionnement stratégique sur le e-commerce et de partenariats historiques avec l'industrie pharmaceutique.	Cap. Boursière : 1,3 Md€ CA 2020 : 1,6 Md€ Marge d'EBITDA 2020 : 6%	 100% Logistique	 56% International 44% France
STEF 	STEF fournit des services de logistique et de transport à température contrôlée aux fabricants et détaillants de produits agroalimentaires, ainsi qu'aux prestataires de restauration hors foyer. Le groupe assure le transport des produits frais, surgelés et thermosensibles, ainsi que des produits de la mer. Il est également prestataire de services de transport maritime de passagers et de marchandises entre la France continentale et la Corse, et propose des services de co-packing. STEF emploie plus de 19 000 salariés, répartis dans 7 pays en Europe.	Le groupe a été impacté par la crise financière, notamment sur la branche restauration hors foyer. Il mise sur le développement de solutions innovantes afin de répondre aux attentes des acteurs du e-commerce et des nouveaux enjeux de la logistique post-Covid.	Cap. Boursière : 1,1 Md€ CA 2020 : 3,1 Md€ Marge d'EBITDA 2020 : 8%	 60% STEF France 25% STEF International 12% Maritime 3% Autres	 73% International 27% France
Wincanton 	Wincanton fournit des solutions logistiques et de chaîne d'approvisionnement au Royaume-Uni et en Irlande. Le groupe opère à travers les segments <i>Retail & Consumer</i> et <i>Industrial & Transport</i>. Il offre des services de logistique contractuelle aux secteurs du commerce de détail de marchandises générales, de l'épicerie de détail et des produits de consommation, ainsi que des services de transport, notamment routier. Wincanton emploie plus de 19 000 salariés, principalement au Royaume-Uni.	La forte croissance du digital ainsi que le bon positionnement du groupe dans le secteur de l'agroalimentaire ont contribué à la résilience de la performance en 2020. Pour le développement de son activité, Wincanton compte notamment se concentrer sur les opportunités à forte croissance dans le numérique, le secteur public et les infrastructures, et renforcer la collaboration opérationnelle au sein du transport, de la santé et de la sécurité. Le groupe envisage également de simplifier son organisation, avec une plus grande concentration sur les marchés de croissance stratégiques, en cédant des activités non essentielles de Containers et Pullman.	Cap. Boursière : 0,6 Md€ CA 2020 : 1,4 Md€ Marge d'EBITDA 09.2020 : 2%	 65% Retail & Consumer 35% Industrial & Transport	 99% International 1% UK
Echo Global Logistics 	Echo Global Logistics fournit des solutions technologiques de transport et de gestion de la chaîne logistique aux États-Unis. Le groupe offre des services dans divers modes de transport, principalement de transport de charges complètes (FTL) et de charges partielles (LTL), ainsi que de transport aérien national et international. Il fournit également divers services de logistique, notamment l'exécution et le suivi des expéditions, et opère principalement avec les secteurs de la fabrication, de la construction, de l'alimentation et des boissons, des produits de consommation et de la vente au détail. Echo Global Logistics emploie plus de 2 500 salariés aux États-Unis. Le groupe classe son chiffre d'affaires en deux sous catégories "Transactional" et "Managed Transportation" ; la première catégorie concerne principalement les contrats gérés à la demande, la seconde des contrats long terme sans spécificités à la demande.	Echo Global Logistics, à l'instar d'ID Logistics, a amélioré son chiffre d'affaires en 2020 malgré la crise sanitaire. Cette croissance a notamment été portée par l'augmentation des volumes des chargements complets (FTL) et partiels (LTL), ainsi que par une forte reprise du marché du fret au quatrième trimestre 2020. A court terme, le groupe envisage de renforcer sa politique d'automatisation des charges manuelles afin d'améliorer sa rentabilité.	Cap. Boursière : 0,7 Md€ CA 2020 : 2,1 Md€ Marge d'EBITDA 2020 : 3%	 75% Transactional 25% Managed Transportation	 100% Etats-Unis

Sources : Capital IQ, Bloomberg, Documentation publique des Comparables Boursiers. Les capitalisations boursières sont exprimées au 1er avril 2021 en moyenne 1 mois.

ANNEXE 9 : SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Le synoptique, ci-après, présente le mode de sélection des Comparables Boursiers, en fonction, d'une part, de notre appréciation de leur positionnement métier et, d'autre part, d'un ensemble de critères susceptibles d'avoir une incidence sur les multiples de valorisation (taille, perspectives de croissance, rentabilité et intensité capitalistique), en comparaison des caractéristiques du Groupe.

Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Société	Pays	Mix métiers	Taille	Perspectives de croissance	Rentabilité	Intensité capitalistique
ID Logistics Group		✓	✓			
STEF		✓	✓			
Wincanton		✓	✓			
Echo Global Logistics		✓	✓			
Schneider National		✓	✓			
Werner Enterprises		✓	✓			
Knight-Swift Transportation		✓	✓			
Saia, Inc.		✓	✓			
Landstar System		✗	✓			
Hub Group		✗	✓			
ArcBest Corporation		✗	✓			
Old Dominion Freight Line		✗	✓			
Forward Air Corporation		✗	✓			
Expeditors International of Washington		✗	✓			
J.B. Hunt Transport		✗	✓			
Heartland Express		✗	✗			
DSV Panalpina		✗	✗			
Kuehne + Nagel International		✗	✗			
C.H. Robinson Worldwide		✗	✗			

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission, et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu aux étapes successives de la Mission pour :
 - en suivre l'évolution, depuis la désignation de Ledouble le 28 février 2020 jusqu'à l'émission du Rapport ;
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans les lettres de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Opérations Connexes et des Opérations Subséquentes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation de l'Action ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.