

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

valtech.

INITIEE PAR

SiegCo

PRESENTEE PAR



ODDO & CIE

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE SIEGCO

PRIX DE L'OFFRE :
12,50 euros par action

DUREE DE L'OFFRE :
10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions de son règlement général



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 3 janvier 2017 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 233-1 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

Le présent projet d'offre publique d'achat simplifiée ouvre à SiegCo la possibilité de mettre en œuvre la procédure de transfert obligatoire à un actionnaire existant (« *compulsory transfer to an existing shareholder* ») prévue par l'article 75 des statuts de Valtech conformément au *Companies Act* de 2006, sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de Valtech d'un avis d'acceptation de la proposition d'offre qui a été adressée par SiegCo au conseil d'administration de Valtech le 30 décembre 2016. Conformément aux dispositions de cet article, SiegCo, qui détient au moins 80% du capital de Valtech, aura la faculté, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, de requérir de Valtech un « avis de vente des actions restantes » (« *Remainder Sale Notice* ») aux termes duquel les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre publique devront les vendre à l'actionnaire majoritaire au même prix que l'offre publique (il ne s'agit donc pas de la procédure de retrait obligatoire prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF).

Le présent projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SiegCo (www.siegco.be) et peut être obtenu sans frais auprès de SiegCo (18, place Flagey – 1050 Bruxelles - Belgique) et d'Oddo & Cie (12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SiegCo feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

| | |
|--|-----------|
| 1. PRESENTATION DE L'OFFRE..... | 3 |
| 1.1 CONDITIONS GENERALES DE L'OFFRE | 3 |
| 1.2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE | 3 |
| 1.2.1 <i>Contexte de l'Offre</i> | 3 |
| 1.2.2 <i>Procédure statutaire de Transfert Obligatoire</i> | 4 |
| 1.2.3 <i>Répartition actuelle du capital de la Société</i> | 5 |
| 1.3 INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR..... | 5 |
| 1.3.1 <i>Stratégie et poursuite des activités de la Société</i> | 5 |
| 1.3.2 <i>Orientation en matière d'emploi</i> | 5 |
| 1.3.3 <i>Composition des organes sociaux et de la direction</i> | 6 |
| 1.3.4 <i>Intérêt de l'Offre</i> | 6 |
| 1.3.5 <i>Synergies</i> | 6 |
| 1.3.6 <i>Fusion et réorganisation juridique</i> | 6 |
| 1.3.7 <i>Retrait obligatoire</i> | 6 |
| 1.3.8 <i>Radiation du marché réglementé d'Euronext Paris</i> | 6 |
| 1.3.9 <i>Politique de distribution de dividendes</i> | 6 |
| 1.4 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE | 7 |
| 2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE | 8 |
| 2.1 TERMES DE L'OFFRE | 8 |
| 2.2 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE | 8 |
| 2.3 MODALITES DE L'OFFRE | 9 |
| 2.4 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE | 9 |
| 2.5 INTERVENTIONS DE SIEGCo SUR LE MARCHE DES ACTIONS VALTECH PENDANT LA PERIODE D'OFFRE | 10 |
| 2.6 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE..... | 10 |
| 2.7 COUT ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE | 11 |
| 2.7.1 <i>Frais liés à l'Offre</i> | 11 |
| 2.7.2 <i>Mode de financement de l'Offre</i> | 11 |
| 2.8 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER..... | 11 |
| 2.9 REGIME FISCAL DE L'OFFRE | 11 |
| 2.9.1 <i>Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations.</i> 12 | |
| 2.9.2 <i>Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun</i> | 13 |
| 2.9.3 <i>Actionnaires non-résidents fiscaux de France</i> | 14 |
| 2.9.4 <i>Autres actionnaires</i> | 14 |
| 3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE..... | 15 |
| 3.1 PRESENTATION DE LA SOCIETE..... | 15 |
| 3.1.1 <i>Description de l'activité de la Société et de son marché</i> | 15 |
| 3.1.2 <i>Analyse financière historique</i> | 19 |
| 3.2 METHODOLOGIE..... | 23 |
| 3.2.1 <i>Méthodes et références d'évaluation écartées</i> | 23 |
| 3.2.2 <i>Méthodes et références d'évaluation retenues</i> | 25 |
| 3.3 APPLICATION DES METHODES RETENUES..... | 25 |
| 3.3.1 <i>Sources générales</i> | 25 |
| 3.3.2 <i>Hypothèses</i> | 25 |
| 3.3.3 <i>Méthodes retenues à titre principal</i> | 28 |
| 3.3.4 <i>Méthodes retenues à titre indicatif uniquement</i> | 32 |
| 3.4 SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE..... | 34 |
| 4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION..... | 35 |
| 4.1 POUR L'INITIATEUR | 35 |
| 4.2 POUR LA BANQUE PRESENTATRICE DE L'OFFRE..... | 35 |

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Conditions générales de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SiegCo, société anonyme de droit belge ayant son siège social situé 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0872.680.888 (l'« **Initiateur** » ou « **SiegCo** »), s'engage irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Valtech, société européenne au capital de 3.333.233,31 euros, dont le siège social est situé 46 Colebrook Row, N1 Londres, Royaume Uni, immatriculée au registre des sociétés de la *Companies House* sous le numéro SE 000106 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0011505163 (« **Valtech** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Valtech au prix unitaire de 12,50 euros, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur agit de concert avec son actionnaire majoritaire, la société Verlinvest, dont le siège social est établi au 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0455.030.364 (« **Verlinvest** »).

A la date du présent projet de note d'information, ces deux sociétés détiennent ensemble 24.305.831 actions Valtech représentant 91,40% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur détenant quant à lui 22.430.831 actions Valtech représentant 84,35% du capital et des droits de vote de la Société¹.

L'Offre vise :

- la totalité des actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par SiegCo ou Verlinvest, soit 2.286.139 actions existantes à la date du présent projet de note d'information ;
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 1, soit un nombre maximum de 259.301 actions à la date du présent projet de note d'information ; et
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 2, soit un nombre maximum de 67.307 actions à la date du présent projet de note d'information ;

soit un nombre total maximum de 2.612.747 actions de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les BSAR émis par la Société (BSAR 1, BSAR 2, NBSAR et NBSAR Canada), dans la mesure où ceux-ci sont incessibles.

Il n'existe aucune action auto-détenue par la Société ni aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

L'Offre est présentée par Oddo & Cie qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Au cours de l'Assemblée Générale Mixte de la Société en date du 30 juin 2016, les actionnaires ont approuvé le projet de transfert du siège social de la Société du Grand-Duché du Luxembourg vers le Royaume-Uni et ont modifié corrélativement l'intégralité des statuts de la Société, afin que ceux-ci soient conformes au droit anglais.

Le transfert de siège a été définitivement réalisé le 25 novembre 2016, date d'immatriculation de la Société au *Companies House* britannique². Depuis cette date, la Société est régie par les dispositions communautaires, le droit anglais et les nouveaux statuts adoptés par l'Assemblée Générale Mixte le 30 juin 2016.

Le 16 décembre 2016, SiegCo a publié un communiqué de presse indiquant son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions Valtech au prix de 12,50 euros par action au cours des prochaines semaines.

Le présent projet d'Offre ouvrira à SiegCo la possibilité de mettre en œuvre la procédure de transfert obligatoire à un actionnaire existant (« *compulsory transfer to an existing shareholder* ») prévue par l'article 75 des statuts de la

¹ Sur la base d'un capital composé de 26.591.970 actions représentant autant de droits de vote.

² Communiqué de presse Valtech du 25 novembre 2016.

Société conformément au *Companies Act* de 2006, sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de la Société d'un avis d'acceptation des termes de l'Offre.

Conformément aux dispositions de cet article, un actionnaire détenant au moins 80% du capital de la Société à l'issue d'une offre publique a la faculté de requérir de la Société l'émission d'un « avis de vente des actions restantes » (« *Remainder Sale Notice* »), aux termes duquel les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre publique devront les vendre à l'actionnaire majoritaire au même prix que l'offre publique (le « **Transfert Obligatoire** »).

Les conditions de la mise en œuvre du Transfert Obligatoire sont présentées dans le paragraphe 1.2.2 ci-après.

C'est dans ce cadre que l'Initiateur a adressé le 30 décembre 2016 une proposition d'offre (« *Offer Proposal* ») au conseil d'administration de la Société, dans laquelle il indiquait les conditions de l'offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* ») qu'il souhaitait déposer sur l'ensemble des actions de la Société, telles que figurant dans le présent projet de note d'information.

Le conseil d'administration de la Société, après avoir examiné la proposition d'offre, le présent projet de note d'information et le rapport qui sera émis sur le fondement conjoint de (i) l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF et (ii) l'article 75 des statuts de la Société, par Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, en qualité d'expert indépendant, émettra au cours des prochains jours soit un avis d'acceptation de la proposition d'offre, soit un avis de rejet de ladite proposition.

En cas d'avis d'acceptation de la proposition d'offre, SiegCo demandera à la Société la mise en œuvre du Transfert Obligatoire à l'issue de l'Offre.

1.2.2 Procédure statutaire de Transfert Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article 75 des statuts de la Société, le Transfert Obligatoire ne peut être mis en œuvre que dans les conditions suivantes :

1. L'actionnaire majoritaire adresse au conseil d'administration de la Société une proposition d'offre (« *Offer Proposal* »), fixant les conditions dans lesquelles il propose de faire une offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* ») portant sur l'ensemble des actions existantes de la Société et des actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre.
2. Le conseil d'administration examine la proposition d'offre, et notamment si elle comprend un « prix équitable » (« *fair price* »), au regard d'un rapport qu'il sollicite auprès d'une banque d'investissement d'une bonne réputation, d'un conseil financier ou, le cas échéant, au regard du rapport de l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'offre publique d'achat.

Le prix par action est apprécié « *en supposant qu'il s'agit de la vente de l'intégralité du capital social émis de la Société, susceptible d'être conclue entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché et, le cas échéant, sans intégrer de décote du fait que les actions visées par l'offre représentent une participation minoritaire* ».

Le conseil d'administration rend alors soit un avis d'acceptation de la proposition d'offre, soit un avis de rejet de ladite proposition.

3. Lorsque le conseil d'administration se prononce favorablement, l'offre publique d'achat initiée par l'actionnaire majoritaire (« *Qualifying Offer* ») peut alors être lancée dans un délai de vingt (20) jours ouvrables.
4. Si, à l'issue de l'offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* »), l'actionnaire majoritaire et les actionnaires qui ont apporté leurs actions à l'offre publique d'achat détiennent ensemble au moins 80% du capital de la Société émis à la date du lancement de l'offre publique d'achat, l'actionnaire majoritaire peut requérir de la Société, dans un délai de dix (10) jours ouvrables, la mise en œuvre du Transfert Obligatoire en demandant à la Société l'émission d'un « avis de vente des actions restantes » (« *Remainder Sale Notice* ») à destination des actionnaires restants.

L'actionnaire restant qui ne transférerait pas ses actions conformément audit avis sera réputé avoir désigné un mandataire (déterminé à l'avance par le conseil d'administration ou l'actionnaire majoritaire) chargé d'accepter l'« avis de vente des actions restantes » et de signer tout document aux fins de transférer lesdites actions à l'actionnaire majoritaire en lieu et place de l'actionnaire restant.

Dans un tel cas, la Société recevra en dépôt la somme due à l'actionnaire restant dont les actions auront été vendues à l'actionnaire majoritaire à l'issue de la procédure de Transfert Obligatoire et sera dépositaire de ces fonds pour le compte de cet actionnaire. Par la suite, la Société procédera à l'enregistrement des cessions d'actions au profit de l'actionnaire majoritaire initiateur de l'offre publique d'achat.

1.2.3 Répartition actuelle du capital de la Société

Il est rappelé que SiegCo a déposé le 15 décembre 2015 un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Valtech et que cette offre a fait l'objet d'une déclaration de conformité de l'AMF en date du 7 janvier 2016.

A la date du présent projet de note d'information, le capital et les droits de vote de la Société sont, à la connaissance de l'Initiateur, répartis comme suit :

| | Nombre d'actions et de droits de vote | % du capital et des droits de vote |
|---------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|
| SiegCo ⁽¹⁾ | 22.430.831 | 84,35% |
| Verlinvest | 1.875.000 | 7,05% |
| Sous-total SiegCo / Verlinvest | 24.305.831 | 91,40% |
| Public | 2.286.139 | 8,60% |
| Total | 26.591.970 | 100,00% |

(1) La société SiegCo est détenue à 79,55% par Verlinvest, 13,63% par la société Cosmoledo et 6,82% par la société Luckyway, étant précisé que la société Cosmoledo est elle-même détenue à hauteur de 63% par Monsieur Sebastian Lombardo et la société Luckyway à 100% par Monsieur Laurent Schwarz.

1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

Il est précisé qu'au terme de la procédure de Transfert Obligatoire décrite au paragraphe 1.2.2 ci-avant, laquelle sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre conformément aux termes de la proposition d'offre (« Offer Proposal ») qui a été adressée le 30 décembre 2016 par l'Initiateur au conseil d'administration de la Société et sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de la Société d'un avis d'acceptation de la dite proposition, l'Initiateur détiendra, de concert avec son actionnaire majoritaire la société Verlinvest, 100% du capital et des droits de vote de la Société.

Il en résulte qu'au cours des douze (12) prochains mois, SiegCo sera le propriétaire de toutes les actions appartenant aux actionnaires minoritaires actuels de la Société, que celles-ci aient ou non été apportées à l'Offre, puisque, sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de la Société d'un avis d'acceptation, elles auront en toute hypothèse été soumises à la procédure de Transfert Obligatoire. En conséquence, l'Initiateur souhaite se réserver la possibilité de procéder à toute opération et de prendre toute mesure qu'il jugera pertinente, sous réserve que celle-ci ne soit pas contraire à l'intérêt de la Société.

1.3.1 Stratégie et poursuite des activités de la Société

Il est rappelé que SiegCo détient déjà directement, à la date du présent projet de note d'information, 84,35% du capital et des droits de vote de la Société. Quel que soit le nombre de titres qui seront apportés à l'Offre, celle-ci n'entraînera donc pas de changement de contrôle de la Société.

A priori, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne devrait pas être affectée par l'Offre.

Toutefois, comme indiqué ci-dessus, l'Initiateur se réserve la possibilité d'agir librement dans l'intérêt de la Société, ce qui pourra le cas échéant le conduire à changer de stratégie ou à modifier le champ de ses activités.

1.3.2 Orientation en matière d'emploi

A ce stade, l'Initiateur ne prévoit pas de modification de la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi, mais celle-ci restera libre d'adopter toute mesure conforme à son intérêt.

1.3.3 Composition des organes sociaux et de la direction

Bien qu'il n'ait pas d'intention particulière à ce sujet à la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à une modification de la composition des organes sociaux et de la direction de la Société.

1.3.4 Intérêt de l'Offre

L'Offre intervient douze (12) mois après une offre publique d'achat simplifiée qui avait été initiée par SiegCo au prix de 11,50 euros par action. Cette offre faisait ressortir une prime de 39,4% sur le cours de clôture de l'action en date du 14 décembre 2015, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'offre et des primes de 35,3% et 39,2% respectivement sur les cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois et 3 mois avant cette même date.

Dans ce contexte, le cours de bourse de la Société a évolué, à la hausse ou à la baisse, dans une zone centrée autour du prix de 11,50 euros depuis la clôture de cette dernière offre publique.

Dans un contexte de liquidité fortement réduite (le flottant ne représentant plus que 8,6% du capital et des droits de vote de la Société), l'Initiateur propose aux actionnaires minoritaires de Valtech de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 12,50 euros par action Valtech, soit à un prix supérieur de 9% au prix de la dernière offre publique et faisant apparaître une prime de 3,1% sur le cours de clôture de l'action Valtech du 16 décembre 2016, dernière séance de cotation avant l'annonce du projet d'Offre, et des primes de 5,0% sur les cours moyens pondérés par les volumes sur 20 jours et 60 jours avant la date d'annonce du projet d'Offre.

Il est par ailleurs précisé que le prix de l'Offre induit des multiples de valorisation de respectivement 26x et 20x l'EBITDA ajusté 2015 et 2016 de la Société, soit des multiples particulièrement élevés et supérieurs aux multiples moyens du secteur.

Les éléments d'appréciation du prix offert dans le cadre de l'Offre sont présentés à la section 3 du présent projet de note d'information.

1.3.5 Synergies

Compte tenu de la nature de ses propres activités, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie particulière liée à l'Offre.

1.3.6 Fusion et réorganisation juridique

Bien qu'il ne l'envisage pas à la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur se réserve la possibilité de pouvoir procéder à une fusion avec la Société.

1.3.7 Retrait obligatoire

L'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire au sens des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF à la suite de l'Offre.

Il est cependant précisé que le présent projet d'Offre ouvrira à l'Initiateur, sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de la Société d'un avis d'acceptation, la possibilité de mettre en œuvre la procédure de Transfert Obligatoire prévue par l'article 75 des statuts de la Société, ce qu'il a l'intention de faire à l'issue de l'Offre conformément aux termes de la proposition d'offre (« *Offer Proposal* ») qui a été adressée le 30 décembre 2016 par l'Initiateur au conseil d'administration de la Société (voir paragraphes 1.2.1 et 1.2.2 ci-avant).

1.3.8 Radiation du marché réglementé d'Euronext Paris

A l'issue de l'Offre, la radiation des actions Valtech du marché réglementé d'Euronext Paris sera demandée à Euronext.

1.3.9 Politique de distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société, qui sera déterminée par l'Initiateur, en sa qualité d'actionnaire majoritaire, en fonction de ses résultats, de ses perspectives et de son environnement économique et financier général.

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

A la connaissance de l'Initiateur, la Société a procédé à plusieurs émissions de bons de souscription d'actions remboursables (ensemble les « **BSAR** »), à savoir les BSAR 1, BSAR 2, NBSAR et NBSAR Canada, représentant un nombre total de 28.383.940 BSAR existants à la date du présent projet de note d'information.

Les principales caractéristiques des BSAR sont présentées à la section 2.2 ci-après.

Les actions nouvelles Valtech qui seraient émises sur exercice des BSAR après la clôture de l'Offre et la mise en œuvre du Transfert Obligatoire feront l'objet des mécanismes de liquidité suivants, qui seront mis en place par l'Initiateur au profit des porteurs de BSAR :

- **BSAR exerçables à la date d'ouverture de l'Offre**

Les porteurs de BSAR exerçables à la date d'ouverture de l'Offre bénéficieront d'une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice desdits BSAR et exerçable à compter de la date d'exercice effective des BSAR par chaque titulaire de BSAR durant l'intégralité de la première période d'exercice, étant précisé que le prix de ladite promesse d'achat sera égal à celui proposé dans le cadre de la présente Offre, soit 12,50 euros par action Valtech (le « **Mécanisme A** »).

- **BSAR non exerçables à la date d'ouverture de l'Offre**

Les porteurs de BSAR non exerçables à la date d'ouverture de l'Offre pourront opter pour l'un ou l'autre des mécanismes décrits ci-dessous.

Le premier mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme B** ») consistera en :

- une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable à compter de la date d'exercice effective desdits BSAR par chaque titulaire de BSAR pendant une période de trois (3) mois, étant précisé que le prix de ladite promesse d'achat sera déterminé annuellement par un expert, sur la base des comptes consolidés de la Société au titre de l'exercice précédent et selon une méthode multicritères (la « **Promesse d'Achat n°1** ») ;
- une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de la Société, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur dans le cadre du changement de contrôle (la « **Promesse d'Achat n°2** ») ; et
- une promesse de vente consentie par les titulaires des BSAR à l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de la Société, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur dans le cadre du changement de contrôle (la « **Promesse de Vente** »).

Alternativement, le second mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme C** ») consistera en :

- une extension d'une durée de trois (3) ans de chacune des périodes d'exercice des BSAR ;
- une Promesse d'Achat n°2 ; et
- une Promesse de Vente.

Un courrier sera adressé par l'Initiateur aux porteurs de BSAR pour les informer des mécanismes de liquidité qui leur sont proposés. A défaut de réponse du porteur de BSAR indiquant à l'Initiateur la formule retenue (mécanismes A et B ou mécanismes A et C), dans le délai indiqué dans le courrier, seuls les mécanismes A et B seront applicables à ce porteur.

Il est par ailleurs précisé que la société Cosmoledo, contrôlée par Monsieur Sebastian Lombardo, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas exercer pendant la période d'Offre les BSAR exerçables qu'elle détient, soit 11.264.704 BSARs (dont 8.587.301 BSAR 1 et 2.677.403 BSAR 2), sur un total de 17.174.602 BSAR 1 et 5.354.807 BSAR 2 représentant 2.816.175 actions potentielles.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 3 janvier 2017 le présent projet d'Offre auprès de l'AMF.

Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires minoritaires de Valtech à acquérir toutes les actions Valtech qui seront apportées à l'Offre, au prix unitaire de 12,50 euros, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Oddo & Cie, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent projet de note d'information, SiegCo détient directement 22.430.831 actions Valtech représentant 84,35% du capital et des droits de vote de la Société et, de concert avec Verlinvest, 24.305.831 actions Valtech représentant 91,40% du capital et des droits de vote de la Société³.

L'Offre vise :

- la totalité des actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par SiegCo ou Verlinvest, soit 2.286.139 actions existantes à la date du présent projet de note d'information ;
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 1, soit un nombre maximum de 259.301 actions à la date du présent projet de note d'information ; et
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 2, soit un nombre maximum de 67.307 actions à la date du présent projet de note d'information ;

soit un nombre total maximum de 2.612.747 actions de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les 21.444.130 BSAR non cotés émis par la Société le 12 juillet 2013 (les « **BSAR 1** »), lesquels ne sont pas cessibles (sauf au profit de la société Cosmoledo) et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des BSAR 1 existants pourrait entraîner la création d'un nombre maximum de 2.680.516 actions Valtech, soit 2.421.215 en sus des actions nouvelles pouvant provenir de l'exercice des BSAR 1 exerçables qui sont déjà visées par la présente Offre ;
- les 6.458.435 BSAR non cotés émis par la Société le 28 janvier 2015 (les « **BSAR 2** »), lesquels ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des BSAR 2 existants pourrait entraîner la création d'un nombre maximum de 807.304 actions Valtech, soit 739.997 en sus des actions nouvelles pouvant provenir de l'exercice des BSAR 2 exerçables qui sont déjà visées par la présente Offre ;
- les 411.375 BSAR non cotés émis par la Société le 15 juin 2015 (les « **NBSAR** »), lesquels ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des NBSAR existants pourrait entraîner la création d'un nombre maximum de 411.375 actions Valtech ;
- les 70.000 BSAR non cotés émis par la Société le 1^{er} juillet 2015 (les « **NBSAR Canada** »), lesquels ne sont pas cessibles et ne peuvent donc être apportés à l'Offre ; l'exercice de la totalité des NBSAR Canada existants pourrait entraîner la création d'un nombre maximum de 70.000 actions Valtech ;

dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-dessous :

| | BSAR 1 | BSAR 2 | NBSAR | NBSAR Canada |
|--|------------|------------|--------------------------|--------------|
| Nombre de BSAR | 21.444.130 | 6.458.435 | 411.375 | 70.000 |
| Date d'émission | 12/07/2013 | 27/01/2015 | 15/06/2015 21/07/2015 | 03/07/2015 |
| Début de la 1 ^{ère} période d'exercice* | 12/07/2016 | 12/07/2016 | 01/06/2018 | 01/06/2018 |

³ Sur la base d'un capital composé de 26.591.970 actions représentant autant de droits de vote.

| | BSAR 1 | BSAR 2 | NBSAR | NBSAR Canada |
|--|------------|------------|------------|-----------------|
| Nombre maximum d'actions pouvant être émises durant la 1 ^{ère} période d'exercice | 1.332.713 | 401.982 | 205.687 | 35.000 |
| Fin de la 1 ^{ère} période et début de la 2 ^{ème} période d'exercice | 12/07/2017 | 12/07/2017 | 01/06/2019 | 01/06/2019 |
| Fin de la période d'exercice | 12/07/2018 | 12/07/2018 | 31/05/2020 | 31/05/2020 |
| Nombre minimum d'actions pouvant être émises durant la 2 ^{ème} période d'exercice | 1.347.803 | 405.322 | 205.688 | 35.000 |
| Nombre de BSAR nécessaires à la souscription d'une action | 8 | 8 | 1 | 1 |
| Prix d'exercice par BSAR | 0,27 € | 0,49 € | 7,32 € | 7,55 € |

** 25 à 50% des BSAR sont exerçables, en une seule fois, lors de la 1^{ère} période d'exercice, le solde étant exerçable pendant la 2^{ème} période d'exercice.*

En outre, l'Offre ne porte pas sur les actions nouvelles Valtech susceptibles d'être émises sur exercice des BSAR 1 et BSAR 2 au cours de la 2^{ème} période d'exercice, laquelle débutera à compter du 12 juillet 2017, et sur exercice des NBSAR et NBSAR Canada, puisque ces derniers ne seront exerçables qu'à compter du 1^{er} juin 2018.

Il est par ailleurs précisé que la société Cosmoledo, contrôlée par Monsieur Sebastian Lombardo, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas exercer pendant la période d'Offre les BSAR exerçables qu'elle détient, soit 11.264.704 BSARs (dont 8.587.301 BSAR 1 et 2.677.403 BSAR 2), sur un total de 17.174.602 BSAR 1 et 5.354.807 BSAR 2 représentant 2.816.175 actions potentielles.

A la date du présent projet de note d'information, il n'existe aucune action auto-détenue par la Société ni aucun titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci autre que les actions Valtech et les BSAR susmentionnés.

2.3 Modalités de l'Offre

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information sera diffusé par l'Initiateur. Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SiegCo (www.siegco.be) et est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de SiegCo et d'Oddo & Cie.

Le projet d'Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera, le cas échéant, sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa sur la note d'information et ne pourra intervenir qu'après le dépôt par la Société d'un projet de note en réponse au projet de note d'information.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront disponibles sur les sites internet de l'AMF et de SiegCo et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de SiegCo et d'Oddo & Cie. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par l'Initiateur.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant dix (10) jours de négociation.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société, à savoir à ce jour Société Générale Securities Services, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions Valtech apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, Oddo & Cie, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions Valtech à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

2.5 Interventions de SiegCo sur le marché des actions Valtech pendant la période d'Offre

A compter du début de la période d'Offre, soit le 3 janvier 2017, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur se réserve le droit d'utiliser la faculté prévue à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF lui permettant d'acquérir, sur le marché et hors marché, des actions Valtech dans la limite de 30% des actions Valtech visées par l'Offre.

L'Initiateur se réserve également la possibilité d'acquérir des actions Valtech, hors marché, pendant la durée de l'Offre (soit entre l'ouverture et la clôture de l'Offre).

2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture de l'Offre et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

| | |
|-------------------|---|
| 22 novembre 2016 | Nomination de l'expert indépendant par la Société |
| 3 janvier 2017 | Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de l'Initiateur du projet de note d'information de l'Initiateur |
| | Diffusion d'un communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note d'information |
| [9 janvier 2017] | Avis d'acceptation ou de rejet de la proposition d'offre (« Offer Proposal ») par le conseil d'administration de la Société conformément à l'article 75 des statuts |
| [10 janvier 2017] | Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant), mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société |
| | Diffusion d'un communiqué de presse de la Société relatif au dépôt du projet de note en réponse |
| [17 janvier 2017] | Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information de l'Initiateur et sur la note en réponse de la Société |
| | Mise à disposition de la note d'information visée de l'Initiateur et de la note en réponse visée de la Société sur le site internet de l'AMF et respectivement sur les sites internet de l'Initiateur et de la Société |
| [18 janvier 2017] | Dépôt par l'Initiateur auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de SiegCo, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de l'Initiateur |
| | Dépôt par la Société auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de Valtech, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société |
| | Diffusion d'un communiqué relatif à l'obtention du visa de l'AMF sur la note d'information et à la mise à disposition du document « <i>Autres Informations</i> » de l'Initiateur |

| | |
|--------------------------------|--|
| | Diffusion d'un communiqué relatif à l'obtention du visa de l'AMF sur la note en réponse et à la mise à disposition du document « Autres Informations » de la Société |
| | Publication du calendrier de l'Offre par l'AMF et de l'avis d'Euronext |
| [19 janvier 2017] | Ouverture de l'Offre |
| [1 ^{er} février 2017] | Clôture de l'Offre |
| [2 février 2017] | Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre |
| [3 février 2017] | « Avis de vente des actions restantes » (« <i>Remainder Sale Notice</i> ») émis par la Société à destination des actionnaires restants à l'issue de l'Offre conformément à l'article 75 des statuts (sous réserve de l'émission d'un avis d'acceptation de la proposition d'offre par le conseil d'administration de la Société) |

2.7 Coût et modalités de financement de l'Offre

2.7.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les frais d'intermédiaires, les honoraires et autres frais de conseils externes financiers, juridiques et comptables ainsi que de tous experts et les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 700.000 euros (hors taxes).

2.7.2 Mode de financement de l'Offre

L'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions Valtech visées par l'Offre représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 12,50 euros par action :

- un montant total de 28.576.738 euros (hors frais divers et commissions) en tenant compte des 2.286.139 actions existantes à la date du présent projet de note d'information ;
- un montant total de 4.082.600 euros (hors frais divers et commissions) en tenant compte des 326.608 actions supplémentaires susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 1 et BSAR 2.

L'Offre sera intégralement financée par le biais d'avances en compte courant consenties par les actionnaires de l'Initiateur.

2.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des valeurs mobilières ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans tout autre pays autre que la France dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale. L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucune formalité ni d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Les titulaires d'actions Valtech situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que si le droit local auquel ils sont soumis le permet.

La diffusion du présent document et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions Valtech peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de telles restrictions.

Les personnes en possession du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

2.9 Régime fiscal de l'Offre

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français qui est susceptible de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre, et ce en l'état actuel de la législation fiscale française. Elles ne traitent notamment pas des règles fiscales applicables, le cas échéant, au Royaume-Uni étant précisé que les dispositions de la convention fiscale conclue entre la France

et le Royaume-Uni le 19 juin 2008, assortie d'un protocole formant partie intégrante de la convention, réservent à la France le droit exclusif d'imposer, sauf exceptions, les plus-values de cession de titres de sociétés réalisées par ses résidents fiscaux.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Le descriptif ci-dessous est donné à titre d'information générale et les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.9.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques résidentes fiscales de France ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à valider, auprès de leur conseil fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.9.1.1 Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158 6 bis et 200 A-2 du Code général des impôts (le « **CGI** »), les gains nets de cession d'actions Valtech réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre seront, sauf exception, prises en compte pour la détermination de leur revenu net global et soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à :

- 50% lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention sera, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions, ou, en cas de cession de titres reçus sur exercice d'un bon de souscription d'action, de la date d'exercice du bon.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions Valtech dans le cadre de l'Offre pourront être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Les gains nets de cession des actions Valtech seront également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention, aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% qui se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ;
- 4,5% au titre du prélèvement social ;
- 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ;
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu global imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

Par ailleurs, l'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI, en ce inclus les plus-values avant application de l'abattement pour durée de détention, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

L'apport d'actions Valtech à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces actions.

2.9.1.2 Actions Valtech détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les actions Valtech constituent des actifs éligibles au PEA. Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient réinvestis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net est soumis aux prélèvements sociaux, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values réalisées sur des actions Valtech détenues dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du PEA. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cession de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix (10) années suivantes.

2.9.2 Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun

2.9.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre lors de la cession des actions Valtech, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions Valtech apportées à l'Offre, seront en principe incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3%) (article 219 du CGI) augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze (12) mois (article 235 ter ZC du CGI).

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze (12) mois et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros sont assujettis à une contribution exceptionnelle de 10,7% de l'impôt sur les sociétés dû (déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature) au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2016 (article 235 ter ZAA du CGI).

La Loi de Finances pour 2017 prévoit, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2017, un passage à 28% du taux de droit commun d'impôt sur les sociétés pour les petites et moyennes entreprises (PME) définie à l'annexe

I du règlement (UE) n°651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 dans la limite de 75.000 euros de bénéfice imposable par période de douze (12) mois (sans toutefois revenir sur le taux réduit actuel de 15% dans la limite de 38.120 euros).

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions Valtech dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

2.9.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation visés à cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux (2) ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

La Loi de Finances rectificative pour 2016 prévoit, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2017, que la qualification de titres de participation pour le régime d'exonération des plus-values à long terme ne s'appliquerait aux titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et filiales prévu à l'article 145 du CGI que si la société mère détient au moins 5% des droits de vote dans sa filiale.

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de s'assurer que les actions qu'ils détiennent constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.9.3 Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve de l'application éventuelle d'une convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les actionnaires qui ne sont pas fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve, s'agissant des entreprises, que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe d'affaires en France.

Par exception, et sous réserve de l'application d'une éventuelle convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées par les actionnaires qui ne sont pas résidents fiscaux de France peuvent être imposables en France si le cédant a détenu, directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants et descendants, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq (5) années précédant la cession (article 244 bis B et C du CGI).

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées au taux forfaitaire de 75% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les actionnaires de la Société non résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.9.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de la présente Offre est égal à 12,50 euros par action Valtech (le « **Prix de l'Offre** »).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont fondés sur une approche multicritères reposant sur des méthodes d'évaluation usuelles et appropriées. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo & Cie, sont reproduits ci-après.

3.1 Présentation de la Société

3.1.1 Description de l'activité de la Société et de son marché

3.1.1.1 Description de l'activité de la Société

Fondé en 1992, Valtech (pour « *Value through technology* ») est la première agence de marketing technologique indépendante en Europe et l'une des dix principales à l'échelle mondiale.

En tant que groupe de « digital full service », Valtech apporte à ses clients des prestations couvrant toutes les étapes de la conception à la mise en œuvre et au suivi du projet digital : conseil en stratégie, conception, création graphique, développement et optimisation de plateformes digitales critiques pour l'entreprise. Le Groupe aide ainsi ses clients à se développer et augmenter leur chiffre d'affaires grâce aux technologies du web tout en optimisant les délais de commercialisation et le retour sur investissement.

Valtech compte parmi ses clients des marques de premier plan, en particulier dans les secteurs de l'automobile (BMW, Audi), du luxe (L'Oréal, Louis Vuitton), de la distribution (Otto Group, Arla), des médias (Comcast, BBC) et de la santé (Novartis, Novo Nordisk, Pfizer). A titre d'exemple, le Groupe a ainsi développé pour Audi une plateforme permettant aux clients d'un salon de personnaliser leur voiture en temps réel à partir d'écrans tactiles, de leur offrir une expérience complète en synchronisant les systèmes visuels et l'acoustique sur site et un accès ultérieur par internet à leur voiture configurée. Cette plateforme, interconnectant toutes les interfaces et les capacités CRM (Gestion de la Relation Client) d'Audi, a ainsi permis au constructeur d'établir un nouveau type de relation client personnalisé et durable.

Historiquement, Valtech a connu une forte croissance dans les années 1990 en se spécialisant dans les technologies orientées « objet » tel Java. L'éclatement de la bulle Internet, puis la crise de 2008 ont durement affecté la Société. En 2010, l'arrivée d'un nouvel actionnaire de référence (SiegCo) et d'une nouvelle équipe de management a permis à Valtech de se renouveler, de se réorienter vers le marketing digital et de s'internationaliser. En 2016, le marketing digital représente ainsi près de 100% de son activité, contre seulement 20% en 2010.

Pour parvenir à ces résultats, Valtech a poursuivi une double stratégie :

- Une croissance externe rapide afin d'acquérir ou de renforcer certains domaines de compétences et d'accroître sa diversification géographique. Entre 2010 et 2016, Valtech a ainsi réalisé cinq acquisitions et procédé à trois cessions d'activités non-stratégiques :
 - 2010 : acquisition d'Adea, acteur Indo-Américain spécialisé dans les solutions digitales
 - 2011 : acquisition de H2O Media, agence allemande de marketing digital
 - 2013 : cession de Valtech Korea (Corée du Sud) et Valtech Professional Services (États-Unis)
 - 2014 : acquisition de Neon Stingray, acteur du conseil en technologies, spécialisé dans la gestion de contenu, basé en Australie et dans une moindre mesure en Suède
 - 2015 : acquisition de w.illi.am, agence canadienne de marketing digital spécialisée dans les contenus immersifs et les objets connectés
 - 2016 : cession des activités historiques aux États-Unis
 - 2016 : acquisition d'e-Focus, agence de marketing digital néerlandaise
- Une réorganisation de ses processus et une réorientation vers le marketing digital :
 - Valtech a mis en place des techniques de marketing « agile ». Il s'agit de techniques adaptées du développement « agile » en programmation, introduisant une nouvelle gestion du marketing dans un environnement dynamique, voire volatil. Cela se traduit par une exécution de projets pas à pas, en interaction forte avec le client, et en intégrant immédiatement les retours de toutes les parties prenantes à chaque étape du projet. Cette méthode permet de réduire fortement le risque d'exécution, tout comme le risque financier, la facturation d'un projet global à long-terme étant segmentée en plusieurs sous-projets dotés d'objectifs à court-terme.

Valtech a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris en avril 1999. Les actions Valtech sont aujourd'hui admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment B).

Le 22 octobre 2014, l'assemblée générale de Valtech a voté une augmentation de capital de 27,0 M€ réservée à SiegCo, par création de 6.279.070 actions nouvelles au prix unitaire de 4,30 € par action.

Cette augmentation de capital a été entièrement souscrite par SiegCo le 30 octobre 2014 dotant la Société de moyens financiers pour mener à bien son plan de développement visant à lui permettre de devenir l'une des 5 premières agences de marketing digital et technologique au niveau mondial à l'horizon 2017. A l'issue de cette opération, SiegCo détenait 66,5% du capital et des droits de vote de la Société.

Le 15 décembre 2015, Siegco a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Valtech au prix de 11,50 € par action.

A l'issue de l'offre publique, SiegCo, de concert avec Verlinvest, détenait 87,87% du capital et des droits de votes suite à l'acquisition de 4.001.649 actions dans le cadre de cette offre.

Le 5 février 2016, Valtech a procédé à l'annulation de 929.721 actions auto-détenues.

En juillet 2016, SiegCo a procédé à l'acquisition de 2 blocs d'actions de 80.000 et 60.000 actions respectivement, au prix de 11,50 €, portant le nombre total d'actions Valtech détenue par SiegCo et Verlinvest à 24.305.831, soit 91,47% du capital et des droits de vote.

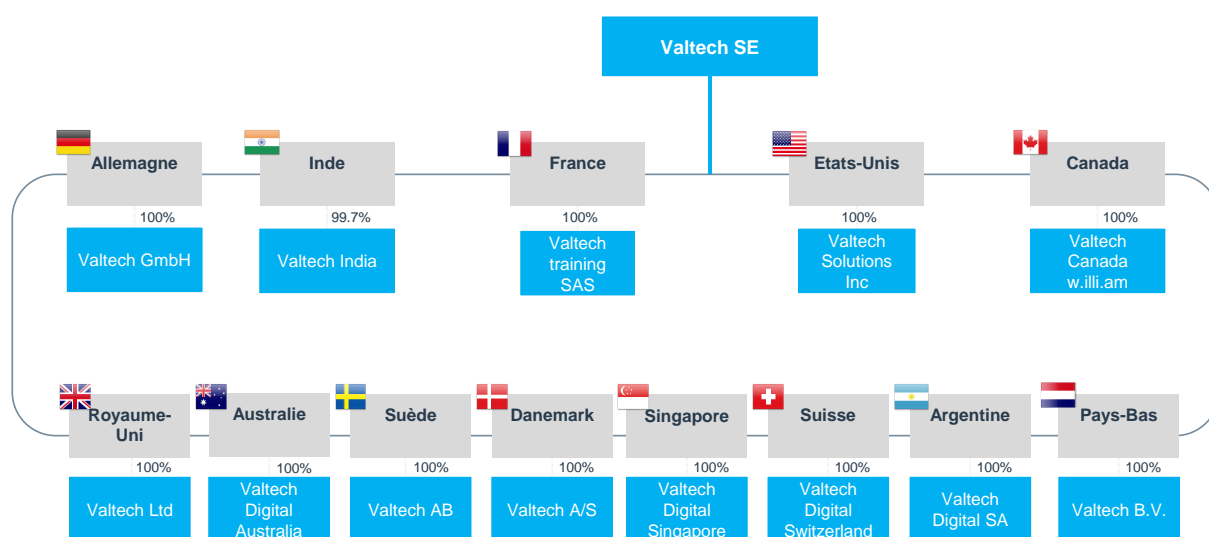
Le 25 novembre 2016, la Société a finalisé son transfert de siège au Royaume-Uni, dans le cadre du développement de son activité dans ce pays et de la volonté de Valtech de se positionner sur les marchés européens et américains. Ce transfert avait été approuvé préalablement par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires du 30 juin 2016.

Le 13 décembre 2016, 147.432 BSAR ont été exercés entraînant la création de 18.429 actions nouvelles. A l'issue de cette opération, SiegCo et Verlinvest détiennent 91,40% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société compte aujourd'hui 1.520 collaborateurs et 20 bureaux dans 13 pays à travers le monde. Son portefeuille client est très diversifié, en termes de taille comme de secteurs : les dix premiers clients ne représentent que 31,5% du chiffre d'affaires 2015, et aucun segment ne dépasse 17% de chiffre d'affaires. Grâce à ses méthodes de développement « agiles » et son écoute du client, 60% du chiffre d'affaires est récurrent, et la durée historique moyenne d'une relation client est de 5 ans.

La Société a pour ambition de se donner les moyens de maintenir cette dynamique positive, de poursuivre son développement international ainsi que ses efforts de R&D et le recrutement de jeunes talents, afin d'offrir à ses clients l'expérience marketing la plus complète et compétitive possible.

Figure 1 - Organigramme simplifié du groupe Valtech

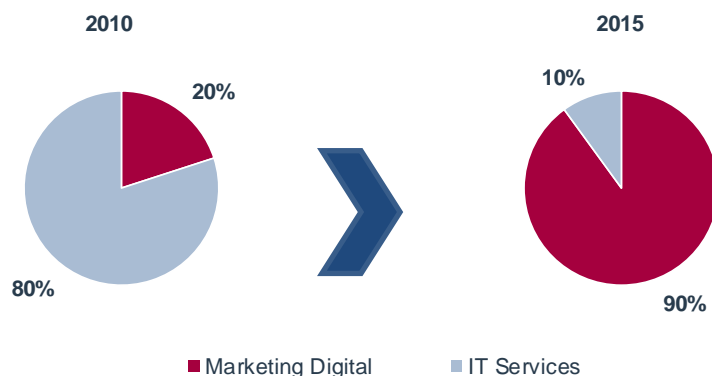


Note: hors sociétés dormantes, pure holding, ou sociétés sans activités en cours de cession

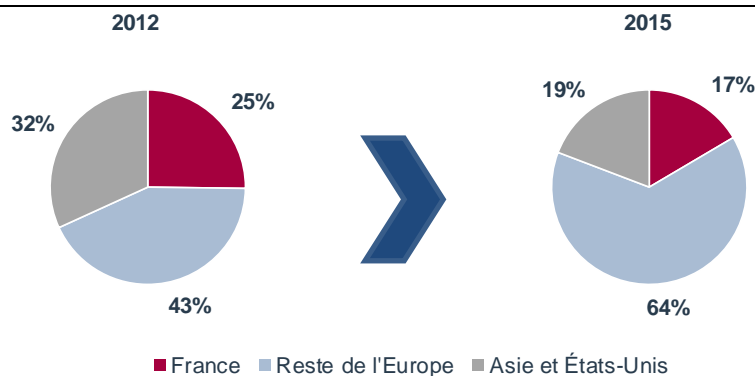
Source : Société

Le groupe Valtech a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 184,9 M€ en 2015, réparti comme suit :

Figure 2 - Répartition du chiffre d'affaires par activité et par zone géographique



Source : Société



Source : Société

3.1.1.2 Description du marché sur lequel opère Valtech

a) Le marché du marketing digital

Le marketing digital désigne l'ensemble des techniques marketing intégrant des éléments digitaux. Ces pratiques ressortent de la volonté et du besoin des entreprises d'intégrer l'écosystème digital à leurs processus afin de s'adapter aux nouveaux modes de consommation. De nombreux acteurs du marketing digital sont apparus au cours des dernières années, se spécialisant dans divers segments :

- Gestion des interactions clients (CRM pour Customer relation management) ;
- Gestion et automatisation de campagnes et de contenus marketing (Marketing Campaign & Content Management) ;
- Analyse de données et aide à la décision (Analytics & Big Data) ;
- Création et gestion de sites e-commerce, gestion de communautés sociales et collaboration (Social & Collaboration) ;
- Gestion de la relation client et automatisation des forces de vente (CRM & SFA).

Ce marché se développe grâce à la croissance extrêmement rapide des nouvelles technologies de l'information. Ainsi, d'après Zenith Optimedia, les dépenses publicitaires sur l'Internet fixe devraient progresser au niveau mondial de 9% par an en moyenne entre 2013 et 2016 quand, sur la même période, cette croissance sera de 49% sur l'Internet mobile. Les marchés de la vidéo en ligne (+24% par an) et de la publicité via les réseaux sociaux (+30% par an) en sont les principaux vecteurs.

Cette croissance peut être illustrée à travers trois principaux phénomènes observés chez le consommateur, à savoir : i/ une mobilité de plus en plus marquée, ii/ une génération et une consommation de données à traiter et analyser de plus en plus importante, et iii/ une forte pénétration du m-commerce dans les achats en ligne.

- **Explosion de la mobilité** : sur les dernières années, la quasi-totalité du temps additionnel passé sur les médias digitaux provient de l'utilisation croissante des appareils mobiles (smartphones, tablettes, etc.). Dans le même temps, si les annonceurs ont augmenté leur présence sur ces nouveaux supports, la part du mobile dans les dépenses de publicité reste largement sous-pondérée par rapport à l'Internet traditionnel. De nombreuses évolutions récentes rendent l'utilisation de mobiles toujours plus ergonomique et intuitive, comme les annonces verticales de plein écran (9x plus d'achèvement que les annonces horizontales sur Snapshot), l'émergence de formats publicitaires optimisés pour mobiles ou le bouton 'Buy' facilitant le processus d'achat. L'exemple du marché américain est représentatif de cette tendance, qui offre un potentiel de 25 Md\$ de dépenses publicitaires supplémentaires dans les prochaines années.
- **Explosion des données et de la connectivité** : l'environnement hyper-connecté du consommateur est constitué non seulement des ordinateurs et smartphones, mais aussi de plus en plus d'objets connectés, à usage à la fois personnels et professionnels. Les plus courants peuvent être les GPS, les montres connectées, les box internet, etc. Plus globalement, les objets connectés connaissent une très forte croissance, de 15% à 20% par an selon Euromonitor, pour représenter jusqu'à 30 milliards d'objets connectés en 2020, contre moins de 10 milliards en 2013. L'Internet des Objets, ou Internet of Things (IoT) représentera un marché mondial de 7.100 Md\$ en 2020 contre 1.900 Md\$ en 2013, soit un TCAM de 25% par an selon IDC.
- **Explosion du m-commerce** : Dernier vecteur important, celui du e-commerce qui, tel qu'il est majoritairement pratiqué aujourd'hui, devrait croître de manière assez modeste sur les prochaines années. En revanche, le m-commerce, ou e-commerce appliqué à la mobilité (smartphones et tablettes) connaît actuellement une très forte croissance qui devrait perdurer dans les années qui viennent, passant de 304 Md\$ en 2015 à 694 Md\$ en 2018 tablettes et mobiles confondus (vs. 567 Md\$ en 2015 et 623 Md\$ en 2018 pour le e-commerce traditionnel), soit un TCAM de +25% à 35% à horizon 2018.

b) Environnement concurrentiel

Du fait de son positionnement unique, Valtech est en compétition « latérale » avec de nombreux acteurs à la croisée des mondes du numérique et du conseil. Ses principaux concurrents sont donc des sociétés de conseil, telles Bain & Company, BCG ou McKinsey, des intégrateurs de services IT tels Capgemini, Atos, Accenture ou Cognizant, mais aussi de grandes agences de communication telles Razorfish, Sapient ou Acquity Group.

Néanmoins, aucune de ces sociétés n'offre tout le panel des services de Valtech : les sociétés de conseil n'assistent pas leurs clients dans l'implémentation de leurs recommandations, les intégrateurs IT ne proposent pas de solutions créatives ou marketing, et les agences de communications n'offrent pas de solutions de type « plateforme », n'ont pas d'expertise en intégration IT ni en conseil en stratégie.

On observe cependant une consolidation verticale de ces secteurs avec de nouveaux acteurs naissant de la fusion d'agences digitales et de grands noms du conseil et de l'audit, comme par exemple Deloitte Digital (acquisition de Heat en 2015) ou PwC Digital Services (acquisition de Nealite en 2015).

3.1.2 Analyse financière historique

3.1.2.1 Comptes de résultats historiques

Figure 3 - Comptes de résultats consolidés simplifiés

| En M€ - au 31/12 | 2010a | 2011a | 2012a | 2013a | 2014pf | 2015a | TCAM 2010-2015 | TCAM 2013-2015 |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------------|
| Chiffre d'affaires | 77.7 | 115.0 | 133.7 | 137.5 | 140.8 | 184.9 | +19% | +16% |
| % de croissance | +2.8% | +48.1% | +16.2% | +2.9% | +2.3% | +31.4% | | |
| Coûts des ventes | (53.0) | (79.6) | (92.6) | (93.5) | (92.0) | (122.0) | | |
| Marge Brute | 24.6 | 35.4 | 41.1 | 44.0 | 48.7 | 62.9 | +21% | +20% |
| % du chiffre d'affaires | 31.7% | 30.8% | 30.8% | 32.0% | 34.6% | 34.0% | | |
| Coûts commerciaux | (5.3) | (9.5) | (11.5) | (8.9) | (8.5) | (11.5) | | |
| Coûts administratifs | (20.9) | (29.0) | (29.4) | (31.5) | (32.9) | (40.9) | | |
| Résultat opérationnel Courant | (1.5) | (3.1) | 0.2 | 3.6 | 7.4 | 10.5 | n/a | +70% |
| % du chiffre d'affaires | (2.0%) | (2.7%) | 0.1% | 2.6% | 5.2% | 5.7% | | |
| Coûts de restructuration | (2.7) | (0.7) | (0.4) | (1.2) | (1.7) | (0.9) | | |
| Autres produits et charges d'exploitation | 1.6 | - | 0.4 | (0.5) | 0.0 | 0.4 | | |
| Perte de valeur des goodwill | (7.7) | - | - | - | (1.8) | - | | |
| Résultat opérationnel | (10.3) | (3.7) | 0.2 | 2.0 | 3.9 | 10.0 | n/a | +125% |
| % du chiffre d'affaires | (13.2%) | (3.3%) | 0.1% | 1.4% | 2.8% | 5.4% | | |
| Coût de l'endettement brut | (0.1) | (0.5) | (0.6) | (0.5) | (0.4) | (0.2) | | |
| Produits de trésorerie et équivalent de trésorerie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | | |
| Autres produits et charges financières | 0.5 | (0.3) | (0.4) | 0.4 | 1.3 | 0.2 | | |
| Résultat net avant impôts des activités poursuivies | (9.9) | (4.5) | (0.8) | 1.9 | 5.0 | 10.1 | n/a | +132% |
| % du chiffre d'affaires | (12.7%) | (3.9%) | (0.6%) | 1.4% | 3.5% | 5.4% | | |
| (Charges) Produits d'impôts | (0.8) | (0.6) | (0.7) | (0.8) | (3.0) | (3.1) | | |
| Quote part dans le résultat des sociétés associées | 0.1 | 0.0 | (0.6) | - | - | - | | |
| Résultat net des activités non poursuivies | (0.3) | - | - | (0.1) | (0.3) | (1.5) | | |
| Résultat net sur la période | (10.8) | (5.1) | (2.1) | 1.0 | 1.7 | 5.4 | n/a | +130% |

Source : Société

Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la Société connaît une forte croissance depuis 2010 (taux croissance annuel moyen de 19% sur la période), qui s'explique par :

- La réorientation stratégique du groupe supportée par une demande en forte croissance pour les services de marketing digital ;
- La politique de croissance externe du groupe (+2 points de croissance par an depuis 2010) ;
- La diversification géographique : très forte croissance en Europe (au Royaume-Uni et en Allemagne notamment).

Entre 2014 et 2015, à périmètre constant, l'activité a ainsi augmenté de 31,4%, passant de 140,8 M€ à 184,9 M€. La segmentation par zone géographique s'établit ainsi :

Europe du Nord

L'Europe du Nord a enregistré un chiffre d'affaires annuel de 115,7 M€ en 2015, en progression de 23,3%, dont 20,3% à périmètre constant. Cette croissance s'appuie sur :

- Le développement de l'activité au Royaume-Uni, initié de longue date grâce à une importante clientèle gouvernementale (BBC notamment). Avec une croissance de 27,3% à périmètre constant, le Royaume-Uni devient le premier pays contributeur de l'ensemble du groupe, devant l'Allemagne ;
- Le développement d'une clientèle institutionnelle en Allemagne, dans les secteurs de l'automobile notamment (Audi, VW, BMW) ;
- Une bonne implantation dans les pays nordiques avec des clients de renom dans des secteurs diversifiés (Aéroport de Copenhague, TV4, Bang & Olufsen).

Amérique du Nord

Le chiffre d'affaires de la zone Amérique du Nord est retraité des activités historiques de services IT, classées comme actifs disponibles à la vente en vertu de la norme IFRS 5 en 2015 et vendus en 2016 (présentation pro

forma). Depuis le 3^{ème} trimestre, le chiffre d'affaires inclut celui de l'agence canadienne w.illi.am, désormais rebaptisée Valtech Canada.

Au 4^{ème} trimestre, Valtech a enregistré une croissance de 45,7% à périmètre constant.

Sur l'ensemble de l'exercice, le chiffre d'affaires s'est établi à 33,4 M€ en Amérique du Nord, en progression de 49,8% à périmètre constant. Cette bonne performance s'appuie sur le développement rapide de l'activité digitale et sur l'obtention de contrats importants et récurrents au cours des dernières années.

Europe du Sud (France)

Valtech a renoué avec la croissance en 2015 en Europe du Sud avec un chiffre d'affaires de 32,6 M€ en 2015, en progression de 8,1%, grâce à une reprise généralisée de l'activité et à une stabilisation des effectifs.

Asie-Pacifique

La zone Asie-Pacifique voit son chiffre d'affaires progresser de 28,3% en 2015, sous l'effet de la consolidation de Neon Stingray et de l'évolution favorable des devises. A périmètre constant, le chiffre d'affaires progresse modestement de 3,2%.

Evolution des marges

La rentabilité du groupe a globalement largement progressé sur la période. La marge brute du groupe a légèrement augmenté, passant de 31,7% à 34,0% entre 2010 et 2015. Le poste « coûts des ventes » représente en effet les coûts directs liés à l'activité de Valtech, qui s'établissent à un niveau quasi-normatif en 2015 et sont fortement corrélés à la croissance du groupe.

La marge sur résultat opérationnel courant progresse significativement pour s'établir à 5,7% en 2015 du fait d'économies d'échelles, avec notamment l'amortissement des coûts administratifs sur une structure de plus en plus grande, ainsi que de la mise en place de solutions intégrées de gestion administrative permettant de réduire les coûts. Les coûts commerciaux (principalement marketing et communication) restent stables en proportion du chiffre d'affaires, aux alentours de 6%.

Calcul de l'EBITDA

Figure 4 – Passage du résultat opérationnel à l'EBITDA ajusté – annuel

| En M€ - au 31/12 | 2014pf | 2015a | Variation |
|-----------------------------------|------------|-------------|-----------|
| Résultat opérationnel | 3,9 | 10,0 | +156% |
| Amortissements et provisions | (4,5) | (2,6) | |
| EBITDA | 8,4 | 12,6 | +50% |
| Restructurations et exceptionnels | (0,6) | (1,1) | |
| Charges du plan de BSAR | (0,7) | (1,1) | |
| EBITDA ajusté | 9,7 | 14,8 | +53% |
| % du chiffre d'affaires | 6,9% | 8,0% | |

Source : Société

Compte de résultat du premier semestre 2016

Figure 5 – Compte de résultat semestriel

| En M€ - au 30/06 | 2015 6 mois | 2016 6 mois | Variation |
|--|----------------|----------------|-----------|
| Chiffre d'affaires | 87,6 | 102,6 | +17% |
| % de croissance | +2,8% | +17,1% | |
| Coûts des ventes | (58,5) | (68,2) | |
| Marge Brute | 29,1 | 34,4 | +18% |
| % du chiffre d'affaires | 33,2% | 33,5% | |
| Coûts commerciaux | (5,2) | (7,0) | |
| Coûts administratifs | (19,4) | (22,2) | |
| Résultat opérationnel Courant | 4,5 | 5,2 | +16% |
| % du chiffre d'affaires | 5,1% | 5,1% | |
| Coûts de restructuration | (0,3) | (0,7) | |
| Autres produits et charges d'exploitation | 0,3 | (0,3) | |
| Perte de valeur des goodwill | (0,0) | - | |
| Résultat opérationnel | 4,5 | 4,3 | (5%) |
| % du chiffre d'affaires | 5,1% | 4,2% | |
| Coût de l'endettement brut | (0,0) | (0,2) | |
| Produits de trésorerie et équivalent de trésorerie | 0,0 | 0,4 | |
| Autres produits et charges financières | (0,4) | (0,3) | |
| Résultat net avant impôts des activités poursuivies | 4,1 | 4,2 | +3% |
| % du chiffre d'affaires | 4,7% | 4,1% | |
| (Charges) Produits d'impôts | (1,5) | (1,8) | |
| Quote part dans le résultat des sociétés associées | - | - | |
| Résultat net des activités non poursuivies | (0,6) | (2,5) | |
| Résultat net sur la période | 2,0 | (0,1) | |

Source : Société

Calcul de l'EBITDA du premier semestre 2016

Figure 6 – Passage du résultat opérationnel à l'EBITDA ajusté – semestriel

| En M€ - au 30/06 | 2015 6 mois | 2016 6 mois | Variation |
|-----------------------------------|----------------|----------------|-----------|
| Résultat opérationnel | 4,5 | 4,3 | (4%) |
| Amortissements et provisions | (0,9) | (1,3) | |
| EBITDA | 5,4 | 5,6 | +4% |
| Restructurations et exceptionnels | (0,5) | (0,7) | |
| Charges du plan de BSAR | (0,5) | (0,6) | |
| EBITDA ajusté | 6,4 | 6,9 | +6% |
| % du chiffre d'affaires | 7,3% | 6,7% | |

Source : Société

Au 1^{er} semestre 2016, Valtech a enregistré un chiffre d'affaires consolidé de 102,6 M€, en progression de 17,1% (+ 13,5% à périmètre et taux de change constants).

L'Amérique et l'Europe du Nord ont progressé respectivement de 41% et 13%. La marge brute s'est établie à 34,4 M€, en hausse de 18,2% (+13,3% à périmètre et taux de change constants) représentant un taux de marge brute de 33,5% (+0,3% par rapport au 1^{er} semestre 2015).

L'EBITDA ajusté s'est élevé à 6,9 M€, en hausse de 5,9% (+0,9% à périmètre et taux de change constants), soit une marge de 6,7% contre 7,4% au 1^{er} semestre 2015. La hausse de +33,6% des coûts commerciaux, passés de

5,2 M€ à 7,0 M€ pour accompagner le développement du groupe, explique sa progression moins soutenue que le chiffre d'affaires.

Le résultat net s'établit à (0,1) M€ au 1^{er} semestre 2016, contre un bénéfice de 2,0 M€ sur l'exercice précédent. Il intègre notamment une perte de 2,5 M€ consécutive à la cession, début 2016, des activités non stratégiques de services IT aux Etats-Unis et à une provision sur litige.

3.1.2.2 Bilans historiques

Figure 7 - Bilans historiques simplifiés

| En M€ | 2010a | 2011a | 2012a | 2013a | 2014pf | 2015a | 2016a 6 mois |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|
| Immobilisations nettes | 19.6 | 21.1 | 20.1 | 18.5 | 19.8 | 22.3 | 23.6 |
| Ecart d'acquisition | 15.6 | 16.5 | 16.2 | 14.8 | 15.2 | 15.8 | 16.4 |
| Immobilisations incorporelles | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 1.1 | 1.8 | 2.2 | 2.2 |
| Immobilisations corporelles | 3.3 | 3.8 | 3.6 | 2.6 | 2.8 | 4.3 | 5.0 |
| Immobilisations financières | 0.5 | 0.6 | 0.1 | - | - | - | - |
| Autres actifs destinés à la vente | - | - | - | - | - | 2.0 | - |
| Besoin en fonds de roulement | 11.4 | 14.0 | 15.2 | 12.3 | 14.8 | 21.4 | 28.8 |
| Actif économique | 31.0 | 35.1 | 35.3 | 30.8 | 34.6 | 45.7 | 52.4 |
| Capitaux propres part du groupe | 30.3 | 24.9 | 27.3 | 28.8 | 56.8 | 59.2 | 58.4 |
| Intérêts minoritaires | - | - | - | - | - | - | - |
| Provisions pour risques et charges | 3.3 | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 3.0 | 4.0 | 5.3 |
| Dette financière nette | (2.6) | 7.4 | 5.5 | (0.4) | (25.3) | (17.5) | (11.2) |
| Dette financière brute | 5.3 | 13.6 | 9.4 | 4.9 | 0.9 | 0.1 | 6.1 |
| Trésorerie | (7.9) | (6.2) | (3.9) | (5.3) | (26.2) | (17.6) | (17.4) |
| Passif économique | 31.0 | 35.1 | 35.3 | 30.8 | 34.6 | 45.7 | 52.4 |

Source : Société

L'actif économique a progressé entre 2010 et 2015, de concert avec l'accroissement de l'activité.

Les immobilisations nettes sont composées majoritairement d'écarts d'acquisition qui augmentent légèrement sur la période, en raison des acquisitions d'Adea, H2O Media, Neon Stingray et w.illi.am. Les immobilisations incorporelles (essentiellement logiciels et R&D) et corporelles croissent à un rythme plus soutenu.

Le BFR suit la progression de l'activité. En 2015 néanmoins, il augmente fortement sous l'effet d'un accroissement de l'activité et d'un effet saisonnier défavorable. A fin juin 2016, le retard de paiement de deux clients en Allemagne (environ 2 M€) et au Royaume-Uni (environ 2 M€), en raison de délais administratifs anormalement longs, a entraîné une forte augmentation du niveau de BFR qui devrait revenir à un niveau normatif à fin décembre 2016.

Au cours du 1^{er} semestre 2015, le groupe a pris la décision de céder son activité américaine historique de mise à disposition d'équipes informatiques dédiées car cette activité n'est pas conforme à sa stratégie. Au 31 décembre 2015, le groupe a conclu un accord de cession de cette activité qui prévoit la sortie du périmètre de consolidation au 1^{er} janvier 2016.

Les capitaux propres ont été impactés par l'augmentation de capital de 27,0 M€ réalisée par la Société en octobre 2014. Cet événement se reflète sur la trésorerie du groupe, qui devient largement excédentaire.

Par ailleurs, en juillet 2016 (post clôture du 1^{er} semestre 2016), Valtech a levé des fonds sous la forme d'un Placement Privé Euro (EuroPP) de 42,5 M€, d'une maturité de 6 ans et avec un coupon de 4,25%, pour supporter la croissance du groupe anticipée au cours des années à venir.

3.2 Méthodologie

3.2.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Les méthodes et références suivantes ont été écartées dans le cadre de l'évaluation des actions de la Société.

3.2.1.1 Actif net comptable

Cette méthode consiste à évaluer à leur valeur comptable les différents postes d'actifs et passifs inscrits au bilan de la Société. Cette méthode, souvent utilisée par exemple pour évaluer les sociétés de secteurs très spécifiques (banques, foncières), n'apparaît pas pertinente pour évaluer, dans une optique de continuité d'exploitation, un groupe du secteur du marketing digital, dans la mesure où elle ne reflète pas les performances futures de la Société.

A titre informatif, l'actif net comptable de Valtech au 30 juin 2016 s'élève à 58,4 M€, soit 2,20 € par action. Ajusté de la trésorerie générée par l'exercice des instruments dilutifs dans la monnaie, l'actif net comptable de Valtech au 30 juin 2016 s'élève à 70,9 M€⁴ soit 2,32 € / action.

Figure 8 - Actif net comptable consolidé par action

| En M€ | 30/06/2016 |
|---|-------------|
| Immobilisations | 23.6 |
| <i>Incorporelles</i> | 2.2 |
| <i>Corporelles</i> | 5.0 |
| <i>Financières</i> | - |
| Goodwill | 16.4 |
| BFR | 28.8 |
| Dette Financière nette | 11.2 |
| Autres créances et dettes | - |
| Provisions | (5.3) |
| Intérêts minoritaires | - |
| ANC | 58.4 |
| Nombre d'actions (M) | 26.6 |
| ANC/action (euros) | 2.20 |
| Cash lié à l'exercice des instr. dilutifs | 12.5 |
| ANC post exercice d'instruments | 70.9 |
| Nombre d'actions totalement dilué (M) | 30.6 |
| ANC/action (euros) | 2.32 |

Source : Société

3.2.1.2 Actif net réévalué

L'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur de marché, indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Valtech.

3.2.1.3 Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue en l'absence de visibilité sur la future politique de versement de dividendes. Il convient de noter que la Société n'a versé aucun dividende depuis son introduction en bourse.

En tout état de cause, cette méthode ne permet pas d'appréhender la totalité des flux de trésorerie générés par les activités de Valtech, à la différence de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles qui a, quant à elle, été retenue.

⁴ Sur la base d'un nombre de 30 621 166 actions après exercices des instruments dilutifs dans la monnaie

3.2.1.4 Objectifs de cours des analystes de recherche

A la date du présent document, aucun bureau d'analyse financière n'assure une couverture régulière de la Société, ce qui rend impossible l'établissement d'une valorisation de la Société sur la base d'un consensus de cours cible d'analystes. A titre informatif néanmoins, le dernier cours cible de l'analyste d'Aurel BGC au 15 décembre 2015 était de 11,50 € et le dernier cours cible de l'analyste d'Oddo Securities au 21 mars 2016 était de 11,50 €.

3.2.1.5 Multiples de transactions récentes sur des sociétés comparables à Valtech

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des prix de transactions récentes sur des sociétés appartenant au secteur d'activité de Valtech, et d'autre part de leurs agrégats comptables publiés au dernier exercice clos précédant les transactions.

La difficulté de cette méthode réside généralement dans le choix des transactions retenues comme base de référence :

- Le prix payé lors d'une acquisition peut refléter un intérêt stratégique spécifique à un acquéreur ou inclure une prime reflétant la présence de synergies industrielles qui varient d'une opération à une autre ;
- Cette méthode dépend fortement de la qualité et de la fiabilité de l'information disponible pour les transactions retenues dans l'échantillon (variant en fonction du statut des sociétés rachetées – cotées, privées, filiales d'un groupe – et du niveau de confidentialité de la transaction) ;
- Cette méthode suppose que les cibles des transactions retenues dans l'échantillon soient comparables à la société évaluée (par l'activité, la croissance, la profitabilité, la présence géographique, la taille, etc.).

Par ailleurs, Valtech est en forte croissance tant en termes de chiffre d'affaires que de marge.

Pour les raisons évoquées ci-dessus, la méthode des transactions comparables ne peut être retenue.

A titre indicatif, un échantillon de transactions comparables a été déterminé et est présenté ci-après.

Figure 9 - Tableau des transactions comparables

| Date | Cible | Pays | Description | Acquéreur | VE (M€) | VE / | | |
|----------------|---------------------|-------------|--|--------------------------|---------|-------------|--------------|--------------|
| | | | | | | CA (n-1) | EBITDA (n-1) | EBIT (n-1) |
| Sep-16 | Octo Technology | France | Cabinet de conseil spécialisé dans la transformation digitale et le développement de logiciel présent dans 5 pays : France (siège social), Maroc, Suisse, Brésil et Australie | Accenture | 104 | 2.7x | 23.8x | 27.1x |
| Mar-16 | InfoReady | Australie | InfoReady est un leader australien dans le domaine des data-analytics pour entreprises et services publics. La société complète substantiellement l'offre de la division stratégie de MelbourneIT, fournisseurs de services IT australien (Cloud, mobile, sécurité). | MelbourneIT | 11 | 0.8x | 4.6x | N.C. |
| Nov-15 | GFI Informatique | France | GFI informatique est un acteur de référence européen des services informatiques à valeur ajoutée et des logiciels. Il vient étoffer le portefeuille de Mannai, conglomérat Qatari diversifié dans les télécoms, l'automobile et les nouvelles technologies | Mannai Corporation | 561 | 0.7x | 9.1x | 10.8x |
| Sep-15 | Fullsix | France | Une des premières agences digitales européennes de communication et de conseil en marketing. Fondé en 1998, Fullsix compte aujourd'hui 20 agences réparties sur 4 continents pour un plus d'un millier de collaborateurs | Havas | 67 | 0.7x | N.C. | N.C. |
| Sep-15 | PA consulting | Royaume-Uni | PA consulting est un cabinet de conseil en nouvelles technologies et en innovation, avec une présence globale | Carlyle Europe | 849 | 1.5x | 9.8x | 11.5x |
| Mar-15 | Brierley + Partners | États-Unis | Brierley+Partners est un groupe de conseil spécialisé dans la fidélisation client et le CRM. Nomura Research Institut, premier intégrateur IT japonais, vient ainsi compléter son offre. | Nomura Research Institut | 61 | 1.5x | N.C. | 23.8x |
| May-15 | Vision IT | Belgique | L'acquisition Vision IT, en restructuration, doit permettre à OnePoint d'étendre son expertise de conseil dans les technologies de l'information | Groupe OnePoint | 18 | 0.2x | 3.6x | 4.1x |
| Dec-14 | Conversant | États-Unis | Conversant est leader de la publicité en ligne qui a développé une forte compétence en marketing digital. Son intégration dans Alliance Data a permis de renforcer sa position de leader mondial du marketing digital et de la fidélisation. | Alliance Data System | 1,840 | 3.9x | 12.4x | 15.6x |
| Nov-14 | Sapient | États-Unis | L'acquisition de Sapient, groupe de conseil en marketing et communication spécialisé dans la digitalisation des entreprises, porte à plus de 50% la part digital dans les revenus de Publicis | Publicis | 2,818 | 3.1x | 24.1x | 31.2x |
| Sep-14 | Nurun | Canada | L'acquisition Nurun, agence de conseil canadienne spécialisée dans les services de communication numérique à valeur ajoutée permet à Publicis de renforcer son expertise et sa visibilité dans le digital | Publicis | 84 | 0.9x | N.C. | N.C. |
| May-13 | Acquity | États-Unis | Agence spécialisée dans les appareils mobiles, les médias sociaux et la performance e-commerce, Acquity permettra à Accenture d'enrichir son portefeuille de solutions digitales | Accenture | 243 | 2.3x | 11.9x | 14.1x |
| Jan-13 | Globant | Luxembourg | Globant, fournisseur de solutions logicielles innovantes reposant sur l'ingénierie IT, vient renforcer la présence de WPP dans le digital en Amérique Latine, aux US et UK | WPP | 263 | 2.7x | N.S. | N.S. |
| Médiane | | | | | | 1.5x | 10.8x | 14.8x |

Sources : Mergermarket, Sociétés, Presse

Les transactions identifiées font ressortir des disparités de multiples de valorisation très importantes.

A titre purement informatif, l'application de la médiane des multiples d'EBITDA et d'EBIT de transactions comparables à l'EBITDA et l'EBIT 2015 de Valtech fait ressortir une valeur de l'action Valtech de comprise entre 6,0 € et 6,2 €. L'application de ces mêmes multiples à l'EBITDA et l'EBIT 2016e de Valtech fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 7,1 € et 7,9 €.

3.2.2 Méthodes et références d'évaluation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions Valtech :

- A titre principal :
 - o Actualisation des flux de trésorerie (DCF)
 - o Multiples de sociétés comparables cotées
 - o Transactions récentes sur le capital de la Société
- A titre indicatif uniquement :
 - o Analyse du cours de bourse

3.3 Application des méthodes retenues

3.3.1 Sources générales

Les présents travaux d'évaluation sont notamment fondés sur :

- Les rapports annuels consolidés de Valtech des exercices 2013 à 2015 et semestriels des exercices 2013 à 2016 ;
- Les communiqués financiers publiés par la Société depuis 2013 ;
- La documentation relative à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par SiegCo et déposée le 15 décembre 2015 auprès de l'AMF ;
- Les dernières publications établies par les analystes Oddo Securities et Aurel BGC respectivement en date du 15 décembre 2015 et 21 mars 2016 ;
- Un plan d'affaires 2016e – 2019e établi par le management de la Société ;
- L'exploitation des bases de données usuelles : Mergermarket, site Internet de l'AMF, Bloomberg, S&P Capital IQ ;
- De multiples échanges avec le management de Valtech.

3.3.2 Hypothèses

3.3.2.1 Nombre d'actions

Le nombre d'actions Valtech retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 30.621.165, correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du présent document, soit 26.591.970, augmenté des 3.969.195 actions nouvelles pouvant résulter de l'exercice des BSAR, exerçables ou non, et dans la monnaie au Prix de l'Offre, et de 60.000 actions destinées au manager de la filiale australienne.

Le tableau ci-dessous synthétise les instruments dilutifs de la société actuellement existants :

Figure 10 – Liste et caractéristiques des instruments dilutifs de Valtech à la date du présent document

| | Plan 2013 | Plan 2014 | Plan 2015 | Plan 2015 |
|---|-------------------|------------------|--------------------------|---------------|
| Nombre de BSAR | 21,444,130 | 6,458,435 | 411,375 | 70,000 |
| Date d'émission | 12-juil-13 | 27-janv-15 | 15-juin-15 21-juil-15 | 03-juil-15 |
| Début de la période de levée d'option | 12-juin-16 | 12-juil-16 | 01-juin-18 | 01-juin-18 |
| Fin de la période de levée d'option | 11-juil-18 | 12-juil-18 | 31-mai-20 | 31-mai-20 |
| Parité | 8 | 8 | 1 | 1 |
| Prix d'émission | | 0.40 | 0.80 | 0.80 |
| Prix d'exercice d'un BSAR | 0.27 | 0.49 | 7.32 | 7.55 |
| Prix d'exercice d'une action | 2.16 | 3.90 | 7.32 | 7.55 |
| Actions émises (en #) | 2,680,516 | 807,304 | 411,375 | 70,000 |
| Produit lié à l'exercice des BSAR (en M€) | 5.8 | 3.1 | 3.0 | 0.5 |

Source : Société

3.3.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est calculé à partir de la trésorerie nette consolidée⁵ de la Société au 30 juin 2016 s'élevant à 11,2 M€ et comprenant :

- + 17,4 M€ de trésorerie disponible ;
- - 6,2 M€ de dettes financières ;

Dans le cadre des travaux d'évaluation, cette trésorerie nette est :

- augmenté du flux de trésorerie du second semestre 2016 lié à l'activité de la Société, soit 9,9 M€ ;
- augmenté du montant de la valeur nette actualisée des déficits fiscaux reportables liés aux filiales américaines, soit 6,7 M€⁶ ;
- augmenté de la trésorerie générée par l'exercice potentiel des BSAR dans la monnaie, soit 12,5 M€⁷ ;
- diminué des frais de mise en place de l'EuroPP, soit 0,5 M€, ainsi que des frais financiers dus au titre du second semestre 2016, soit 0,9 M€ ;
- diminué de la part non provisionnée dans les comptes consolidés au 30 juin 2016 du décaissement attendu relatif à un litige aux Etats-Unis, soit 1,3 M€⁸ ;
- diminué du montant du décaissement pour l'acquisition de la société e-Focus en 2016, soit 10,6 M€, ainsi que de la valeur actualisée des compléments de prix qui seront payés entre 2017e et 2020e, soit 9,1 M€ ;
- diminué du montant du décaissement prévu pour une acquisition potentielle en 2017e, soit 6,7 M€, ainsi que de la valeur actualisée des compléments de prix qui pourraient être payés en 2018e et 2019e, soit 6,1 M€ ;
- diminué du montant des provisions pour risques et charges et engagements de retraites, soit 5,3 M€.

Ainsi, la trésorerie nette ajustée de Valtech retenue s'élève à 0,1 M€.

3.3.2.3 Présentation du plan d'affaires retenu

Le plan d'affaires 2016e-2019e établi par le management et mis à jour en décembre 2016 est fondé sur les travaux budgétaires effectués par l'ensemble des filiales de Valtech et sur l'analyse de l'environnement macro-économique de la Société. Il s'inscrit dans le cadre du plan stratégique « Rocket » communiqué au marché et intègre notamment, à titre hypothétique à la date du présent document, une acquisition potentielle qui pourrait être réalisée au premier semestre 2017 et dont le chiffre d'affaires serait de l'ordre de 10 M€.

⁵ Trésorerie nette consolidée = Trésorerie disponible consolidée - endettement financier consolidé

⁶ Il est précisé que le stock des déficits fiscaux reportables de la Société lié aux filiales américaines au 30 juin 2016 s'élève à 24,6 M€

⁷ Incluant 45,6 K€ liés à l'exercice de 120.712 BSAR 1 et 26.720 BSAR 2 le 13 décembre 2016

⁸ Provision inscrite dans les comptes consolidés au 30 juin 2016 de 3,6 M€ (4,0 M\$ convertis au taux de change EUR/USD de 1,11), pour un décaissement attendu de 4,9 M€ (5,1 M\$ convertis au taux de change EUR/USD de 1,04 au 16 décembre 2016)

Valtech veut tirer parti de sa base de clients solide, diversifiée et en croissance, ainsi que de son expertise en technologies et de son équipe de pointe pour accélérer sa croissance.

La croissance organique du chiffre d'affaires attendue sur la période 2016e-2019e devrait atteindre 12,4% en rythme annuel :

- TCAM de 9,7% en Europe, principalement lié à l'acquisition de e-Focus réalisée au second semestre 2016. Du fait de la chute du cours de la livre Sterling, consécutif au vote du Brexit, le poids du Royaume-Uni devrait diminuer assez significativement en 2016. La légère décroissance des activités en France devrait être compensée par le développement des autres régions, dont l'Allemagne et la Suède, les deux principaux contributeurs au chiffre d'affaires de Valtech en Europe en 2016 ;
- TCAM de 19,5% en Amérique du Nord principalement tiré par les Etats-Unis. Après un exercice 2016 plus compliqué qu'attendu, la croissance devrait reprendre en 2017e et s'accélérer à partir de 2018e. L'activité canadienne (acquisition de w.ill.iam en 2015) devrait croître fortement avec un quasi doublement du chiffre d'affaires entre 2016e et 2019e ;
- TCAM de 8,2% en Asie-Pacifique, tiré principalement par le développement de l'Australie.

La croissance annuelle moyenne provenant de l'acquisition potentielle qui pourrait être réalisée en 2017 s'élève à 12,0% sur la période 2017e-2019e.

La Société anticipe une amélioration sensible de sa marge d'EBITDA ajusté en 2016e (9,6% contre 8,0% en 2015), malgré un exercice plus difficile qu'attendu, en raison notamment de deux impacts conjoncturels aux Etats-Unis avec l'annulation d'un projet important et le décalage répété du démarrage d'un autre. La dégradation de la livre Sterling au second semestre a également pesé sur le niveau de chiffre d'affaires consolidé.

L'année 2016 a néanmoins permis à la Société de renforcer sa structure et son organisation afin de soutenir la croissance à venir de son activité. La Société prévoit ainsi une amélioration progressive de sa marge d'EBITDA ajustée sur les prochains exercices jusqu'à atteindre 11,2% en 2019e qui s'explique par :

- L'augmentation du mix nearshore : le développement de projets de taille de plus en plus importante permet désormais d'inclure davantage de ressources nearshore dans les équipes et d'améliorer ainsi significativement les marges ;
- Des économies d'échelle permettant une réduction du poids relatif des coûts de structure en proportion du chiffre d'affaires (frais généraux et administratifs de 19% en 2019e contre 22% en 2015a).

Sur la période 2016e-2019e, le besoin en fonds de roulement (BFR) représente entre 10% et 11% du chiffre d'affaires, avec une légère croissance liée en partie au poids croissant des gros clients, dont les délais de paiement sont généralement allongés. L'estimation de la variation du BFR a été calculée sur chacun des pays en pourcentage de croissance du chiffre d'affaires afin de tenir compte i/ du niveau de BFR plus important lors de l'ouverture d'un nouveau pays, ii/ des délais de paiement propres à chaque géographie. Le BFR anormalement élevé constaté au 30 juin 2016 (cf. section 3.1.2.2) devrait se réduire au 31 décembre 2016 avec la normalisation attendue des délais de paiement clients (notamment en Allemagne et au Royaume-Uni).

La Société prévoit une stabilité de ses investissements sur l'horizon du plan d'affaires à hauteur de 2,5% du chiffre d'affaires. Ce niveau, en légère progression (2,2% en 2015) s'explique par les besoins importants en systèmes d'information (ERP notamment) nécessaires dans le contexte d'une part croissante des grands clients dans le portefeuille de Valtech.

Un taux d'impôt normatif d'environ 28% a été appliqué sur toute la période du plan d'affaires. Ce taux correspond à la moyenne des taux d'imposition théoriques par pays pondérés par le chiffre d'affaires estimé sur chacune des régions à horizon 2019e.

Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée dans le cadre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, Oddo & Cie a établi un horizon de transition jusqu'en 2023e dont les hypothèses figurent ci-après :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance retenu à l'infini (2,0%) ;
- Progression de la marge d'EBITDA ajusté vers le niveau retenu à l'infini de 12,6%, afin de tenir compte du niveau de marge normatif anticipé sur chaque pays et du niveau de concurrence accru au cours des derniers mois. Ce niveau est en ligne avec les sociétés cotées comparables retenues ;
- Maintien du montant des investissements à 2,5% du chiffre d'affaires et progression linéaire des amortissements vers le niveau d'investissement retenu ;

- Variation du besoin en fonds de roulement (BFR) calculée en pourcentage de la croissance du chiffre d'affaires afin de tenir compte du BFR plus important lié à l'ouverture de nouveaux pays. Sur l'horizon normatif, ce niveau est maintenu constant à 14,2%.

Le taux d'impôt normatif d'environ 28% a été maintenu sur toute la période d'extrapolation.

3.3.2.4 Date d'actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie est réalisée à la date du 31 décembre 2016.

3.3.3 **Méthodes retenues à titre principal**

3.3.3.1 Actualisation des flux de trésorerie

La méthode DCF consiste à déterminer la valeur d'entreprise de Valtech par actualisation flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est déterminé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = K_{fp} \times FP / (DN + FP) + K_{dn} \times (1-IS) \times DN / (DN + FP)^9$$

$K_{fp} = \text{Taux sans risque} + \text{Beta} \times \text{Prime de risque}$

$K_{dn} \times (1-IS) = \text{coût de la dette après impôt}$

La Société n'ayant pas vocation à être structurellement endettée, le coût moyen pondéré du capital est égal au coût des fonds propres. Il convient de noter que l'EuroPP mis en place en juillet 2016 pour une durée de 6 ans ne permet pas de réaliser d'économie fiscale dans la mesure où les intérêts financiers sont logés au niveau de la société européenne, laquelle ne dégage pas de résultat imposable.

Les hypothèses suivantes ont été retenues pour le calcul du coût moyen pondéré du capital :

- Le taux sans risque retenu correspond au taux sans risque calculé à partir des CDS pays établis par Damodaran (moyenne des taux sans risque France (0,78%), Allemagne (0,48%), États-Unis (0,44%), Royaume-Uni (0,85%) et Suède (0,46%)) ;
- La prime de risque de marché retenue, 6,53%, correspond à la prime de risque calculée à partir des primes de risque pays établies par Damodaran (moyenne des primes de risque France (7,03%), Allemagne (6,25%), États-Unis (6,25%), Royaume-Uni (6,88%) et Suède (6,25%)) ;
- Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de Valtech est faible, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. Le bêta économique de 0,72¹⁰ retenu correspond à la moyenne des bêtas sectoriels « Advertising » en Amérique du Nord (0,74) et « Advertising » en Europe (0,71) établis par Damodaran à janvier 2016 et pondérés par le chiffre d'affaires de ces régions à horizon 2019, soit respectivement 25% et 75%.
- Une prime spécifique de 3,58%¹¹ a été appliquée compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille, comme indiqué dans le rapport 2016 de Duff & Phelps.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 8,87%.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 2,0% à long terme¹² et extériorisant une marge d'EBITDA de 12,6%, la valeur d'entreprise de Valtech ressort à 310,6 M€, soit une valeur des capitaux propres de 310,7 M€ ou 10,15 € par action.

La valeur terminale représente 72% de la valeur d'entreprise de la Société.

Les analyses de sensibilité suivantes ont été réalisées :

⁹ Où K_{fp} représente le coût des fonds propres, FP le montant des fonds propres, DN le montant de la dette nette retenue

¹⁰ Le bêta de l'actif économique ou bêta désendetté, mesure la dispersion des flux de trésorerie futurs d'un actif par rapport à ceux du marché

¹¹ Source : « 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » - Duff & Phelps database – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 633 M\$

¹² Moyenne des taux d'inflation (France, Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni et Suède) anticipés par le FMI à horizon 2020

- +/- 0,5% sur le taux d'actualisation et +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini ;
- +/- 0,5% sur le taux d'actualisation et +/- 0,5% sur la marge d'EBITDA terminale.

Les valeurs par action (en €) issues de ces analyses sont reproduites ci-après :

Figure 11 - Table de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini (Valeur par action en €)

| | | CMPC (%) | | | | |
|---------------------------|-------|----------|-------|-------|-------|------|
| | | 7.9% | 8.4% | 8.9% | 9.4% | 9.9% |
| Croissance à l'infini (%) | +1.0% | 10.59 | 9.81 | 9.13 | 8.53 | 8.00 |
| | +1.5% | 11.25 | 10.37 | 9.60 | 8.94 | 8.35 |
| | +2.0% | 12.02 | 11.01 | 10.15 | 9.40 | 8.75 |
| | +2.5% | 12.94 | 11.76 | 10.77 | 9.93 | 9.20 |
| | +3.0% | 14.04 | 12.66 | 11.51 | 10.55 | 9.72 |

Source : Oddo & Cie

Figure 12 - Table de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de marge d'EBITDA (Valeur par action en €)

| | | CMPC (%) | | | | |
|---------------------|-------|----------|-------|-------|-------|------|
| | | 7.9% | 8.4% | 8.9% | 9.4% | 9.9% |
| EBITDA normatif (%) | 11.6% | 10.95 | 10.03 | 9.26 | 8.59 | 8.00 |
| | 12.1% | 11.48 | 10.52 | 9.70 | 8.99 | 8.38 |
| | 12.6% | 12.02 | 11.01 | 10.15 | 9.40 | 8.75 |
| | 13.1% | 12.56 | 11.50 | 10.59 | 9.81 | 9.13 |
| | 13.6% | 13.10 | 11.98 | 11.03 | 10.21 | 9.50 |

Source : Oddo & Cie

Sur la base de ces analyses de sensibilité (critère de sensibilité par critère de sensibilité), la valeur par action Valtech s'établit dans une fourchette de 9,40 € (soit une prime induite de 33,0% par le Prix de l'Offre) à 11,01 € (soit une prime induite de 13,5% par le Prix de l'Offre).

3.3.3.2 Multiples de sociétés comparables cotées

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des cours de bourse (moyenne 1 mois arrêtée au 30 décembre 2016) de sociétés cotées appartenant au secteur d'activité de Valtech, et d'autre part de leurs agrégats comptables prévisionnels estimés par un consensus d'analystes.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

Une analyse approfondie n'a pas permis d'identifier de société cotée directement comparable à Valtech au regard des critères d'activité, de croissance, de profitabilité, de présence géographique, de place de cotation et de taille.

En particulier, les sociétés comparables cotées WPP, Cognizant et Publicis ont été écartées en raison notamment de leur capitalisation boursière supérieure à 10 Mds€.

Par ailleurs, le positionnement spécifique de Valtech, à mi-chemin entre les prestations de services informatiques, le conseil et la publicité, rend difficile la constitution d'un échantillon de sociétés cotées homogène.

Un échantillon de sociétés au profil similaire opérant dans le domaine du marketing digital et des services numériques a néanmoins été retenu. Il se compose de neuf sociétés comparables dont six cotées en Europe (Paris et Francfort) et trois aux Etats-Unis (Nasdaq). Les acteurs cotés en Europe sont :

- Devoteam : groupe européen de conseil et d'ingénierie, acteur majeur du conseil en technologies innovantes et management pour les entreprises. Le groupe accompagne ses clients dans la transformation digitale de leur organisation et de leur business ;

- Groupe Open : acteur français de la transformation industrielle et digitale, avec une offre répartie sur 3 segments : SMACS (Social, Mobilité, Analytics, Cloud et Sécurité) et marketing digital, plateforme de e-commerce, plateforme d'innovation technologique (apps). Le secteur financier représente 33% de son chiffre d'affaires, les services et transports 20%, l'énergie 13%, l'industrie 12% et le secteur public 10%. 92% du chiffre d'affaires est généré en France ;
- Sinnerschrader : agence digitale allemande offrant un large portefeuille de services aux entreprises pour développer des solutions digitales, particulièrement dans le e-commerce, le marketing digital et l'acquisition et la rétention d'utilisateurs. Ses services vont de la conception de stratégies marketing et digitales au développement d'infrastructures, d'applications, de sites et à la maintenance de ces derniers ;
- SQLI : groupe français de services informatiques qui interviennent dans le domaine du conseil (31% du chiffre d'affaires) et de l'intégration d'applications e-business (69% du chiffre d'affaires). Le Groupe est principalement implanté en France, au Benelux, en Suisse et au Maroc ;
- Sword Group : société internationale de conseil et service (68% du chiffre d'affaires) et de software (32% du chiffre d'affaires), assistant ses clients dans leurs programmes de transformation technologique et digitale. Les secteurs clefs de Sword Group sont les institutions et gouvernement, la santé, les banques et assurances, la propriété intellectuelle et les fédérations sportives. Le groupe dispose d'une large implantation géographique en France (19% du chiffre d'affaires), au Royaume Uni (24%), en Suisse (20%), au Benelux (13%), aux Etats-Unis (7 %)
- Wavestone (fusion de Solucom et de certaines activités de Kurt Salmon) : cabinet de conseil en management et système d'information. Le cabinet délivre son offre de conseil à travers 6 pratiques répondant aux grands enjeux de transformation de ses clients.

Les acteurs cotés aux Etats-Unis sont :

- EPAM : fournisseur de logiciels et de services de conseil en IT. Ses principaux segments d'activité sont la conception de logiciels, les services de testing et la maintenance applicative. 57% du chiffre d'affaires du groupe est réalisé aux États-Unis, 39% en Europe. Le secteur financier représente 26% de son chiffre d'affaires, le tourisme et retail 23%, le high-tech 20%, les médias 15% ;
- Globant : agence à la croisée de l'intégration IT et de la communication. Globant accompagne ses clients de la conception à l'exécution de projets numériques, à travers une structure très flexible (organisation en petites équipes mixtes appelées « pods »). 81% du chiffre d'affaires est réalisé en Amérique du nord, 9% en Europe. Le groupe sert une clientèle diversifiée (média 21%, tourisme 20%, finance 19%, Telecoms 16%, services 13%) ;
- Luxoft : société suisse spécialisée dans le conseil en technologies de l'information. Le chiffre d'affaires se répartit entre les Etats-Unis (39%), le Royaume-Uni (31%), l'Allemagne (12%). Le groupe est spécialisé dans la banque et l'assurance, les télécommunications, les énergies et l'aéronautique.

Ont en revanche été exclues les sociétés suivantes de l'échantillon de sociétés comparables :

- GFI Informatique en raison du flottant très limité suite à l'offre publique d'achat initiée par Mannai Corp. en avril 2016 ;
- Umanis car aucun bureau d'étude n'assure la couverture du titre ;
- Business & Decision car aucun bureau d'étude n'assure la couverture du titre ;
- Micropole en raison de la taille limitée de sa capitalisation boursière (environ 25 M€).

Le tableau ci-dessous présente les multiples boursiers des sociétés identifiées :

Figure 13 - Tableau des multiples de sociétés comparables retenues

| Société | Prix (EUR) | Cap (MEUR) | VE (MEUR) | VE / CA | | | VE / EBITDA | | | VE / EBIT | | |
|-----------------------|---------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | | | | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| EPAM | 59.8 | 3,215 | 2,912 | 2.6x | 2.2x | 1.8x | 14.7x | 12.1x | 10.3x | 15.9x | 13.1x | 10.7x |
| Luxoft | 51.6 | 1,712 | 1,633 | 2.3x | 1.9x | 1.6x | 13.6x | 10.8x | 8.7x | 16.7x | 13.6x | 11.0x |
| Globant | 31.4 | 1,077 | 1,029 | 3.4x | 2.8x | 2.3x | 16.8x | 13.8x | 11.9x | 20.1x | 16.7x | 13.4x |
| Wavestone | 88.6 | 445 | 533 | 1.7x | 1.5x | 1.4x | 14.4x | 12.0x | 10.3x | 14.9x | 12.2x | 10.3x |
| Devoteam | 54.6 | 454 | 423 | 0.8x | 0.7x | 0.7x | 8.5x | 7.6x | 6.9x | 9.1x | 8.1x | 7.3x |
| Sword Group | 28.1 | 265 | 242 | 1.5x | 1.3x | 1.2x | 9.7x | 8.7x | 7.7x | 12.5x | 10.9x | 9.6x |
| Group Open | 22.3 | 189 | 182 | 0.6x | 0.6x | 0.5x | 7.4x | 6.8x | 6.3x | 7.9x | 7.2x | 6.6x |
| SQLI | 38.6 | 149 | 149 | 0.8x | 0.7x | 0.7x | 9.2x | 7.9x | 7.1x | 10.4x | 9.0x | 8.3x |
| Sinnerschrader | 6.3 | 70 | 64 | 1.2x | 1.1x | 1.0x | 11.0x | 9.2x | 7.8x | 12.4x | 10.2x | 9.3x |
| Médiane | | | | 1.5x | 1.3x | 1.2x | 11.0x | 9.2x | 7.8x | 12.5x | 10.9x | 9.6x |
| Moyenne | | | | 1.6x | 1.4x | 1.2x | 11.7x | 9.9x | 8.5x | 13.3x | 11.2x | 9.6x |

Sources : Capital IQ, sociétés

Figure 14 - Tableau des croissances et marges des sociétés comparables retenues

| Société | Place de quotation | Croissance du CA | | | Marge d'EBITDA | | | Marge d'EBIT | | |
|-----------------------|--------------------|------------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|--------------|------------|------------|
| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| EPAM | Nasdaq | +27% | +21% | +21% | 18% | 18% | 18% | 17% | 17% | 17% |
| Luxoft | Nasdaq | +22% | +21% | +22% | 17% | 18% | 18% | 14% | 14% | 14% |
| Globant | Nasdaq | +27% | +20% | +22% | 20% | 20% | 19% | 17% | 17% | 17% |
| Wavestone | Euronext Paris | +48% | +14% | +6% | 12% | 12% | 14% | 11% | 12% | 14% |
| Devoteam | Euronext Paris | +14% | +6% | +6% | 9% | 10% | 10% | 8% | 9% | 9% |
| Sword Group | Euronext Paris | +17% | +11% | +10% | 16% | 16% | 16% | 12% | 12% | 13% |
| Group Open | Euronext Paris | +8% | +6% | +5% | 8% | 8% | 9% | 8% | 8% | 8% |
| SQLI | Euronext Paris | +7% | +7% | +5% | 8% | 9% | 10% | 7% | 8% | 8% |
| Sinnerschrader | XETRA | +10% | +12% | +7% | 11% | 12% | 13% | 10% | 11% | 11% |
| Médiane | | +17% | +12% | +7% | 12% | 12% | 14% | 11% | 12% | 13% |
| Moyenne | | +20% | +13% | +12% | 13% | 14% | 14% | 11% | 12% | 12% |

Sources : Capital IQ, sociétés

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont les indicateurs les plus pertinents pour évaluer les actions Valtech :

- L'EBITDA retenu pour Valtech est l'EBITDA ajusté, c'est-à-dire redressé des frais de restructurations et des charges de plan de BSAR. A titre de cohérence, l'EBIT retenu correspond au résultat opérationnel ajusté ;
- L'EBITDA et l'EBIT retenus pour les comparables sont ceux prévus par le consensus d'analystes sans autre retraitement.

Les multiples de chiffre d'affaires ne peuvent être appliqués compte tenu des disparités de rentabilité des sociétés de l'échantillon.

Le PER ne peut être appliqué en raison de disparités de structures financières entre Valtech et les sociétés comparables.

Seuls les agrégats 2017e et 2018e ont été retenus pour l'application des multiples. En effet, l'exercice 2016 de Valtech n'a pas été retenu pour la valorisation par multiples de sociétés comparables cotées dans la mesure où il n'intègre ni les agrégats de l'acquisition potentielle de 2017, ni la contribution d'e-Focus en année pleine.

Les ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ont été établis de façon à être homogène entre Valtech et les sociétés comparables retenues (dette nette de référence basée sur la dernière dette nette publiée¹³). Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est ainsi identique à celui réalisé dans le cadre de l'actualisation des flux de trésorerie à l'exception des flux de trésorerie anticipés sur le second semestre 2016.

¹³ Etant précisé que le décaissement supplémentaire pour Valtech lié au règlement attendu du litige aux Etats-Unis a été pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'application des multiples moyens VE/EBITDA 2017 et 2018 aux EBITDA ajustés 2017e et 2018e de Valtech issus du plan d'affaires extériorise une valeur par action comprise entre 7,59 € et 7,68 €.

L'application des multiples moyens VE/EBIT 2017 et 2018 aux EBIT ajustés 2017e et 2018e de Valtech issus du plan d'affaires extériorise une valeur par action comprise entre 7,12 € et 7,16 €.

L'application de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées fait donc ressortir une valeur de l'action Valtech comprise entre 7,12 € et 7,68 €, soit une prime induite par le Prix de l'Offre comprise entre 62,8% et 75,6%.

3.3.3.3 Transactions récentes sur le capital de la Société

Le 15 décembre 2015, la société SiegCo, qui détenait de concert avec Verlinvest 73,32% du capital et des droits de vote de la Société, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Valtech au prix de 11,50 € par action avec l'intention de procéder à un retrait obligatoire des actions Valtech si elle détenait plus de 95% du capital et des droits de vote à l'issue de cette offre.

Le prix de 11,50 € par action extériorisait une prime de 39,4% par rapport au cours de clôture de l'action Valtech précédent l'annonce de l'offre (8,25 € le 14 décembre 2015), et des primes de 35,3% et 39,2% respectivement calculées par référence aux moyennes des cours de clôture (pondérées par les volumes quotidiens échangés) sur 1 mois et 3 mois.

A l'issue de la dite offre, SiegCo, de concert avec Verlinvest, détenait 87,87% du capital et des droits de vote.

Il est par ailleurs précisé que SiegCo a ensuite procédé à l'acquisition de deux blocs de 80.000 et 60.000 actions respectivement, au prix de 11,50 € par action.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime de 8,7% par rapport aux transactions récentes réalisées sur le capital de la Société.

3.3.4 Méthodes retenues à titre indicatif uniquement

3.3.4.1 Analyse du cours de bourse de Valtech

Les actions Valtech sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (ISIN FR0011505163).

L'analyse du cours de bourse a été arrêtée en date du 16 décembre 2016, dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre.

Figure 15 - Historique de cours depuis décembre 2014



Source : Capital IQ

Depuis l'offre publique d'achat simplifiée de début 2016, le flottant est extrêmement réduit (moins de 10% du capital) et la liquidité ressort en conséquence extrêmement faible. La valorisation extériorisée par le cours de bourse apparaît donc peu pertinente. Pour cette raison, la méthode n'est présentée qu'à titre indicatif uniquement.

En effet, au cours des 120 derniers jours de bourse précédant le 16 décembre 2016, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à 1.935 titres, soit une rotation du flottant de Valtech de l'ordre de 10,2%, très inférieure à celle du CAC Mid & Small.

Figure 16 - Cours et volumes de l'action Valtech au 16 décembre 2016

| Au 16/12/2016 | Spot | 20 jours* | 60 jours* | 120 jours* | 250 jours* |
|--|-------|-----------|-----------|------------|------------|
| Cours moyen pondéré par les volumes (€) | 12.12 | 11.91 | 11.90 | 11.49 | 11.48 |
| <i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i> | 3.1% | 5.0% | 5.0% | 8.8% | 8.9% |
| Cours le plus haut (€) | | 12.33 | 12.33 | 12.33 | 13.26 |
| <i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i> | | 1.4% | 1.4% | 1.4% | (5.7%) |
| Cours le plus bas (€) | | 11.72 | 11.19 | 10.85 | 9.85 |
| <i>Prime induite par le Prix de l'Offre</i> | | 6.7% | 11.7% | 15.2% | 26.9% |
| Volumes moyens quotidiens (titres) | | 1,276 | 1,124 | 1,935 | 15,685 |
| Volumes cumulés sur la période (en nombre de titres) | | 25,528 | 67,430 | 232,164 | 3,921,336 |
| <i>% du capital</i> | | 0.1% | 0.3% | 0.9% | 14.8% |
| <i>% du flottant</i> | | 1.1% | 3.0% | 10.2% | 172.9% |

Note : *jours de bourse

Source : Bloomberg

Au dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, le cours de Valtech s'établissait à 12,12 € par action, soit une prime induite de 3,1% par le Prix de l'Offre.

Il est par ailleurs précisé que, depuis l'annonce du projet d'Offre le 16 décembre 2016, le cours de clôture de l'action Valtech est toujours resté inférieur au Prix de l'Offre.

3.4 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Figure 17 - Tableau de synthèse des éléments de valorisation

| Méthodes retenues | Valeur par action Valtech induite (€) | Prime / (décote) induite par le Prix de l'Offre (%) |
|---|--|--|
| Méthodes retenues à titre principal | | |
| Actualisation des flux de trésorerie | | |
| <i>Borne basse</i> | 9.40 | 33.0% |
| <i>Valeur centrale</i> | 10.15 | 23.2% |
| <i>Borne haute</i> | 11.01 | 13.5% |
| Multiplés de sociétés comparables cotées | | |
| <i>Borne basse</i> | 7.12 | 75.6% |
| <i>Valeur centrale</i> | 7.40 | 69.0% |
| <i>Borne haute</i> | 7.68 | 62.8% |
| Transactions récentes sur le capital | 11.50 | 8.7% |
| Méthodes retenues à titre indicatif uniquement | | |
| Analyse du cours de bourse | | |
| <i>Cours de clôture au 16 décembre 2016</i> | 12.12 | 3.1% |
| <i>CMP 20 jours</i> | 11.91 | 5.0% |
| <i>CMP 60 jours</i> | 11.90 | 5.0% |
| <i>CMP 120 jours</i> | 11.49 | 8.8% |
| <i>CMP 250 jours</i> | 11.48 | 8.9% |
| <i>Cours le plus haut au cours des 250 derniers jours</i> | 13.26 | (5.7%) |
| <i>Cours le plus bas au cours des 250 derniers jours</i> | 9.85 | 26.9% |

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

4.1 Pour l'Initiateur

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

SiegCo

Représentée par Messieurs Frédéric de Mevius et Sebastian Lombardo

4.2 Pour la banque présentatrice de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Oddo & Cie