

NOTE D'INFORMATION

PRESENTEE PAR LA SOCIETE



SODIFRANCE

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 5 000 000 €

Siège social : PA La Bretèche – CS 26804

35768 Saint-Grégoire Cedex

383 139 102 RCS RENNES

En réponse à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions SODIFRANCE initié par
HP2M



En application de l'article L 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°10-127 en date du 11/05/2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Sodifrance et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L 621-8-1-I du code monétaire et financier a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), l'avis du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-16 du règlement général de l'AMF, dans le cas où HP2M viendrait à détenir au moins 95 % du capital et des droits de vote de Sodifrance à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, HP2M mettra en œuvre dès la clôture de cette offre publique d'achat simplifiée une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Sodifrance non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 5,30 euros par action Sodifrance égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de la société Sodifrance (www.sodifrance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de la société Sodifrance, P.A. La Bretèche – CS 26804, 35768 Saint-Grégoire cedex.

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 Sodifrance seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, selon les mêmes modalités.

Un avis financier sera publié, au plus tard, la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

I.	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	3
1.1	Rappel des conditions de l'Offre.....	3
1.2	Offre publique d'achat initiée par HP2M sur les actions Sodifrance en février 2009.....	4
1.3	Acquisitions d'actions Sodifrance par HP2M postérieurement à la clôture de l'OPA 2009.....	4
II.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SODIFRANCE.....	5
III.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	10
IV.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	12
4.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	12
4.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE.....	12
4.3	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LA SOCIETE.....	12
4.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX.....	13
4.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	13
4.6	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	13
4.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE.....	13
4.8	POUVOIRS DU DIRECTOIRE EN PARTICULIER POUR L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS.....	14
4.9	ACCORD CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE.....	16
4.10	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	16
V.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
VI.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	65
VII.	NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE SODIFRANCE ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE.....	65
VIII.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF	65
IX.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	66

I. CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Rappel des conditions de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 1° et suivants du Règlement général de l'AMF, la société HP2M, société par actions simplifiée au capital de 7 201 036 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nantes sous le numéro 503 665 325, dont le siège social est sis 4, rue du Château de l'Eraudière - 44000 Nantes (ci-après « **l'Initiateur** » ou « **HP2M** ») s'est engagée irrévocablement à l'égard des actionnaires de la société Sodifrance, société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 5 000 000 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Rennes sous le numéro 383 139 102, dont le siège social est sis Parc d'Activité – La Bretèche 35768 Saint-Grégoire (ci-après « **Sodifrance** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont négociées sur le marché Euronext (Compartment C) de NYSE Euronext (« **Nyse Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000072563, d'acquérir la totalité de leurs actions Sodifrance, au prix unitaire de 5,30 euros (coupon attaché), dans les conditions décrites ci-après (ci-après l'« **Offre** »).

L'Offre vise la totalité des actions émises par Sodifrance non détenues par l'Initiateur, soit 255 598 actions au jour du dépôt du présent projet d'Offre.

Portzamparc Société de Bourse a, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 23 avril 2010. Portzamparc Société de Bourse garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF.

HP2M détenant plus de la moitié du capital et des droits de vote de Sodifrance, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Il sera proposé à la prochaine assemblée générale de la Société prévue le 22 juin 2010 de distribuer une somme de 449 039,64 euros aux actionnaires, à titre de dividendes, soit un dividende de 0,14 euro sur la base d'un capital composé de 3 207 426 actions. La mise en paiement du dividende, sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale de la Société, interviendra postérieurement aux règlements/livraison de l'Offre, ou, le cas échéant, au retrait obligatoire mis en œuvre à l'issue de l'Offre.

L'Initiateur a précisé qu'à l'issue de l'Offre, il procédera à un retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires sont remplies, moyennant une indemnité de 5,30 euros par action Sodifrance, égale au prix de l'Offre (coupon attaché).

Le projet d'Offre a fait l'objet d'un avis de dépôt publié par l'AMF le 23 avril 2010 sous le numéro 210C0356.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse relatif aux principaux termes de l'Offre a été publié par l'Initiateur sous forme d'avis financier dans le journal La Tribune en date du 27 avril 2010. Par ailleurs, le projet de note d'information d'HP2M a été dès le 26 avril 2010 tenu à disposition du public et a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

1.2 Offre publique d'achat initiée par HP2M sur les actions Sodifrance en février 2009

L'Offre fait suite à l'offre publique d'achat initiée par HP2M sur les actions Sodifrance (l'OPA 2009") dont les modalités sont décrites dans la note d'information relative à l'OPA 2009 et visée par l'AMF le 3 février 2009 sous le numéro 09-023.

L'OPA 2009 avait été précédée de la signature d'un protocole d'accord en date des 12 et 15 décembre 2008 entre Franck Mazin et Anne-Laure Mazin (le « **Concert familial Mazin** »), Yves Lennon, Pascal Franchomme, Jean-François Denis, Patrick Vialle, Frédéric Rivière de Précourt (les « **Managers du Groupe** »), ainsi que les fonds UEO, Sodero Participations, Bretagne Participations, Grand Sud-Ouest Capital, Synergie Finance et FCPR Suravenir (ci-après les « **Investisseurs financiers** ») et la société HP2M. Le Protocole d'Accord prévoyait les différentes opérations suivantes :

- apports en nature par le Concert familial Mazin et M. Lennon, de la totalité de leurs actions Sodifrance à HP2M,
- souscription par les Managers du Groupe à une augmentation de capital en numéraire de HP2M par émission d'actions à bons de souscriptions d'actions (les « **ABSA** »),
- souscription par les Investisseurs Financiers à une augmentation de capital en numéraire et à une émission d'obligations convertibles (les « **OC** »).

A l'issue de ces opérations, soit le 16 janvier 2009, HP2M détenait 36% du capital et 35,92% des droits de vote (38,72% des droits de vote exerçables) théoriques de Sodifrance.

L'OPA 2009 a été ouverte du 6 février au 12 mars 2009 puis réouverte du 8 avril au 30 avril 2009. Par un avis de résultat définitif en date du 7 mai 2009 (avis n°209C0627), l'AMF a fait savoir qu'à l'issue de l'OPA 2009, HP2M détenait 2 943 436 actions et droits de vote Sodifrance, représentant 91,77% du capital et 91,56% des droits de vote de la société.

1.3 Acquisitions d'actions Sodifrance par HP2M postérieurement à la clôture de l'OPA 2009

Entre le 6 mai 2009 et le 6 août 2010, HP2M a procédé à l'acquisition sur le marché d'un total de 8 392 actions Sodifrance sur la base d'un prix unitaire de 4 euros.

Le tableau ci-après présente le détail des opérations d'acquisition d'actions Sodifrance réalisées par HP2M postérieurement au 6 mai 2009.

Date	Nombre d'actions	Prix unitaire
15 mai 2009	1 581	4.00
18 mai 2009	546	4.00
19 mai 2009	600	4.00
20 mai 2009	224	4.00
4 juin 2009	50	4.00
7 juillet 2009	1 420	4.00
10 juillet 2009	1 815	4.00
16 juillet 2009	956	4.00
6 août 2009	1 200	4.00

A la date de la présente note d'information, HP2M détient 2 951 828 actions et droits de vote Sodifrance, représentant 92,03% du capital et 91,83% des droits de vote de la Société.

II. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SODIFRANCE

Le 22 avril 2010 à 11 heures, les membres du Conseil de Surveillance se sont réunis en Conseil, au siège social, sur convocation du Président, Monsieur Éric DERAM, afin d'examiner le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par HP2M suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que ce projet présente pour la Société, ses actionnaires et salariés.

Etaient présents et ont signé le Registre de présence :

- Monsieur Éric DERAM,
- Monsieur Gérard JOUSSET,
- la société SODERO GESTION, représentée par Monsieur Philippe QUELENNEC,
- la société SYNERGIE FINANCE GESTION, représentée par Monsieur Rémi LOISET.

Etaient absents et excusés :

- Monsieur Bernard ANGOT,
- Monsieur Gérard CLAVERIE,
- la société UNI EXPANSION OUEST, représentée par Monsieur Stéphane KERLO.

Le Conseil, réunissant ainsi la présence effective de quatre membres sur les sept membres en fonction, a pu valablement délibérer.

Monsieur Éric DERAM présidait la séance en sa qualité de Président du Conseil de Surveillance.

Le Conseil a adopté à l'unanimité des membres présents les décisions ci-dessous :

- « Le Président a rappelé, de façon préalable, le contexte du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée initié par HP2M visant les actions SODIFRANCE :

« Un protocole d'accord a été signé, en date des 12 et 15 décembre 2008, entre différents actionnaires de SODIFRANCE(1) et la société HP2M, prévoyant les différentes opérations suivantes :

- apports en nature par le Concert familial MAZIN et Monsieur Yves LENNON de la totalité de leurs actions SODIFRANCE à HP2M,
- souscription par les Managers du Groupe à une augmentation de capital en numéraire de HP2M par émission d'actions à bons de souscription d'actions,
- souscription par les Investisseurs financiers à une augmentation de capital en numéraire d'obligations convertibles.

A l'issue de ces opérations, soit le 16 janvier 2009, HP2M détenait 36 % du capital et 35,92 % des droits de vote (38,72 % des droits de vote exerçables) théoriques de SODIFRANCE.

Par ailleurs, un pacte d'associés a été signé le 16 janvier 2009 entre les différents associés de la société HP2M(2), pour une durée de quinze (15) ans, définissant notamment leurs droits et obligations en cas de modification de la répartition du capital de HP2M ainsi que les modalités permettant aux investisseurs de s'assurer de la mise en œuvre du projet d'entreprise de SODIFRANCE et du respect de ses orientations stratégiques par le Concert familial MAZIN et Monsieur Yves LENNON. Il contient également des

¹ A savoir : Franck MAZIN et Anne-Laure MAZIN (le « Concert familial MAZIN »), Yves LENNON, Pascal FRANCHOMME, Jean-François DENIS, Patrick VIALLE, Frédéric RIVIÈRE DE PRÉCOURT (les « Managers du Groupe »), ainsi que les fonds UEO, SODERO PARTICIPATIONS, BRETAGNE PARTICIPATIONS, GRAND SUD-OUEST CAPITAL, SYNERGIE FINANCE et FCPR SURAVENIR (ci-après les « Investisseurs financiers »).

² A savoir : le Concert familial MAZIN (ci-après le « Groupe Majoritaire »), les Managers (comprenant Yves LENNON) et les Investisseurs financiers (ci-après le « Groupe Investisseur »).

stipulations permettant aux Investisseurs financiers de suivre l'évolution de leur investissement dans HP2M.

Une offre publique d'achat initiée par HP2M sur les actions SODIFRANCE a été ouverte du 6 février au 12 mars 2009, puis réouverte du 8 avril au 30 avril 2009, ci-après « l'OPA 2009 ». Par un avis de résultat définitif en date du 6 mai 2009 (avis n° 209C0627), l'AMF a fait savoir qu'à l'issue de l'OPA 2009, HP2M détenait 2.943.436 actions et droits de vote SODIFRANCE, représentant 91,77 % du capital et 91,56 % des droits de vote de la société.

Postérieurement à la clôture de l'OPA 2009, entre le 6 mai 2009 et le 6 août 2010, HP2M a procédé à l'acquisition sur le marché d'un total de 8.392 actions SODIFRANCE sur la base d'un prix unitaire de 4 euros.

A ce jour, HP2M détient 2.951.828 actions et droits de vote SODIFRANCE, représentant 92,03 % du capital et 91,83 % des droits de vote de la société. »

- Le Conseil a ensuite rendu l'avis motivé suivant sur le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée initié par HP2M, après avoir entendu l'exposé de son Président sur l'Offre :

Le Président expose qu'en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société HP2M (ci-après « l'Initiateur » ou « HP2M ») va déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur offrira, de manière irrévocable, aux actionnaires de la société SODIFRANCE (ci-après « la Société » ou « SODIFRANCE ») d'acquérir la totalité de leurs actions SODIFRANCE au prix de 5,30 euros (coupon attaché) par action, ci-après « l'Offre ».

Le Président précise que l'Offre porte sur la totalité des actions SODIFRANCE non déjà détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit un maximum de 255.598 actions SODIFRANCE.

Le Président indique également qu'il sera proposé à la prochaine Assemblée Générale de la Société de distribuer une somme de 449.039,64 euros aux actionnaires, à titre de dividendes, soit un dividende de 0,14 Euro par action sur la base d'un capital composé de 3.207.426 actions. La mise en paiement du dividende, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale de la Société, interviendra postérieurement aux règlements/livraison de l'Offre ou, le cas échéant, au retrait obligatoire mis en œuvre à l'issue de l'Offre. En conséquence, le montant en numéraire de 5,30 euros par action (coupon attaché) sera réduit du montant de toute distribution de dividendes par SODIFRANCE avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, avant la date du retrait obligatoire.

Le Président indique enfin que l'Initiateur a précisé qu'à l'issue de l'Offre, il a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires sont remplies moyennant une indemnité de 5,30 euros par action SODIFRANCE correspondant au prix de l'Offre.

Le Président rappelle au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du Règlement Général de l'AMF, de rendre un avis motivé sur l'intérêt de cette Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président présente alors au Conseil qui en prend connaissance :

- le projet de note d'information établi par HP2M et, en particulier, les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par PORTZAMPARC Société de Bourse, établissement présentateur de l'Offre, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur ;
- le rapport du Cabinet LEDOUBLE, établi le 22 avril 2010, qui a été désigné en qualité d'expert indépendant aux fins de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre suivie, le cas échéant si les conditions légales et réglementaires sont remplies, d'un retrait obligatoire.

Le Conseil examine, tout d'abord, les éléments d'appréciation du prix d'Offre, établi le 16 avril 2010 par le bureau d'analyse financière de PORTZAMPARC qui sont inclus dans le projet de note d'information de l'Initiateur, et notamment la synthèse générale de cette étude qui est la suivante :

« Le tableau ci-dessous récapitule les valeurs obtenues par les différentes méthodes de valorisation utilisées.

	Prix par action	Prime induite en %
Appréciation par les cours de Bourse		
séance 16 avril 2010	5,59€	-5%
1 mois	4,91€	8%
3 mois	4,72€	12%
6 mois	4,48€	18%
1 an	4,31€	23%
Méthode des comparables boursiers		
VE/EBITDA	4,86 €	9%
VE/EBIT	3,37€	57%
Approche par les transactions récentes	4,0 €	32%
Actualisation des flux de trésorerie		
valeur min	4,82 €	10%
valeur centrale	5,03 €	5%
valeur max	5,27 €	1%

Source : Portzamparc

Ces approches font ressortir une prime induite médiane de 11% et moyenne de 15% par rapport au prix d'offre de 5,30€/action. »

Le Conseil examine ensuite les travaux de l'expert indépendant et relève que celui-ci a conclu que le prix de 5,30 €uros par action est équitable pour les actionnaires concernés par la procédure d'Offre incluant le retrait obligatoire.

Le Conseil note, en particulier, que l'expert indépendant a, dans son rapport, émis la synthèse suivante de ses travaux :

« Les valeurs que nous obtenons à l'issue de notre évaluation multicritères dégagent une prime plus ou moins importante sur l'ensemble de ces critères⁽³⁾, en comparaison du prix d'offre de 5,30 €, étant observé que sur la base du cours de bourse, appréhendé sur la période des douze derniers mois, l'opération confère apparemment une liquidité appréciable aux apporteurs :

³ Les résultats obtenus par les multiples 2011 sont mentionnés pour mémoire. »

	€ / action	% prime
Prix de l'offre 2010	5,30	0,00%
Multiple d'EBIT 2011	3,33	59,03%
Multiple d'EBIT 2010	4,00	32,46%
Prix de l'offre 2010	4,00	32,50%
Cours moyen pondéré - 12 mois	4,29	23,54%
Cours moyen pondéré - 6 mois	4,48	18,30%
Cours moyen pondéré - 3 mois	4,72	12,29%
Actif Net Comptable	4,80	10,42%
Cours moyen pondéré - 1 mois	4,91	7,94%
Multiple d'EBITDA 2011	4,93	7,49%
DCF	4,99	6,21%
Multiple d'EBITDA 2010	5,21	1,76%
Cours spot au 15/04/2010	5,59	-5,19%

Le Conseil examine ensuite l'analyse de l'évaluation de PORTZAMPARC qui a été faite par l'expert indépendant.

Le Conseil prend donc acte de l'opinion de l'expert indépendant quant au caractère équitable du prix de l'Offre et, le cas échéant, de l'indemnité due dans le cadre du retrait obligatoire qui sera identique à celui de l'Offre.

Le Conseil de Surveillance prend, en outre, connaissance des motifs de l'opération et des intentions de la société HP2M, tels que détaillés dans le projet de note d'information qui sera déposé par cette dernière auprès de l'AMF.

Il relève plus particulièrement :

- qu'en cas de succès de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société, si celles-ci ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote ;
- que l'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par SODIFRANCE afin de renforcer sa position concurrentielle sur ses principaux marchés ;
- que l'Offre permettra à l'Initiateur de se renforcer capitalistiquement dans SODIFRANCE, afin de s'assurer le développement futur de SODIFRANCE tout en offrant une liquidité immédiate à ses actionnaires minoritaires actuels. L'Initiateur étant un holding financier, il n'a pas vocation à développer des synergies avec SODIFRANCE ;
- que l'Initiateur propose aux actionnaires de SODIFRANCE, qui apporteront leurs titres à l'Offre, une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix attractif au regard des paramètres extériorisés par les méthodes suivantes :
 - les comparables boursiers,
 - les transactions récentes sur le capital de la Société,
 - le cours de bourse historique et
 - l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.
- que le prix proposé dans le cadre de l'Offre est supérieur de 33 % à celui proposé lors de l'OPA 2009.
- que le prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre fait apparaître une prime importante selon les méthodes employées, ainsi qu'il est indiqué ci-dessus ;

- que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité du Groupe et que, de ce fait, l'opération ne devrait pas avoir d'impact sur la politique de SODIFRANCE en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
- qu'à l'issue de l'Offre, il n'est pas prévu que la composition du Conseil de Surveillance de SODIFRANCE soit modifiée, hormis le non remplacement de Monsieur Bernard ANGOT, membre du Conseil de Surveillance dont le mandat arrivera à échéance lors de la prochaine Assemblée Générale et qui a émis le souhait de ne pas être renouvelé dans ses fonctions. L'Initiateur a l'intention de maintenir le Directoire dans sa composition actuelle ;
- qu'il sera proposé à la prochaine Assemblée Générale de la Société de faire une distribution de dividendes ainsi qu'il a été rappelé ci-dessus ; que l'Initiateur n'est pas en mesure de déterminer aujourd'hui quelle pourrait être, dans les prochaines années, la politique de distribution de la Société ; mais que, néanmoins, il se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.

Le Conseil, après avoir procédé à un examen des motifs de l'opération, tels qu'ils ont été exprimés par l'Initiateur et tels qu'ils viennent d'être rappelés, indique qu'il partage et considère comme justifiées pour la Société les conclusions sur la motivation de l'Offre avancées par l'Initiateur.

Il considère notamment :

- que SODIFRANCE ne retire pas d'avantage de sa cotation :
 - l'alourdissement de la réglementation pesant sur les sociétés cotées sur un marché réglementé n'est pas compatible avec les ressources que la Société peut consacrer à sa cotation,
 - la Société n'a pas recours au marché pour se financer,
 - l'évolution du cours de Bourse de ces dernières années n'a pas permis à la Société d'offrir à ces salariés des éléments de rémunération en actions,
 - le titre est peu liquide ;
- qu'en cas de retrait obligatoire, l'attention de l'équipe dirigeante pourra se porter pleinement sur les activités opérationnelles de la Société, dans un secteur des services informatiques jugé toujours difficile, et ne sera pas absorbée par la complexification de réglementation boursière. De plus, SODIFRANCE pourra économiser des ressources tant internes qu'externes, aujourd'hui dédiées à la cotation.

Après un échange de vues sur l'Offre, sur le retrait obligatoire qui, le cas échéant, s'en suivra et sur le rapport de l'expert indépendant, le Conseil considère que le projet d'Offre de l'Initiateur et, le cas échéant, le retrait obligatoire qui s'en suivra, sont dans l'intérêt des actionnaires de la Société, notamment en ce qu'il représente pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières attrayantes.

Le Conseil estime également que la mise en œuvre de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire qui s'en suivra sont dans l'intérêt de la Société et des salariés du Groupe.

Dans ces conditions, le Conseil recommande en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

III. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Aucun nouvel accord n'est intervenu depuis la précédente offre déposée en février 2009 par HP2M et visant les actions de Sodifrance.

Ces accords figurent dans la documentation d'offre publique rendue publique en 2009, notamment la note d'information de HP2M visée le 3 février 2009 sous le numéro 09-023, la note en réponse de Sodifrance visée le 3 février 2009 sous le numéro 09-024 et le document "Autres informations relatives à HP2M" paru le 4 février 2009. Pour rappel, ces accords comprennent :

- le Protocole d'Accord :

En date des 12 et 15 décembre 2008, a été signé un **Protocole d'accord** entre Franck Mazin et Anne-Laure Mazin (le « **Concert familial Mazin** »), Yves Lennon, Pascal Franchomme, Jean-François Denis, Patrick Vialle, Frédéric Rivière de Précourt (les « **Managers du Groupe** »), ainsi que les fonds UEO, Sodero Participations, Bretagne Participations, Grand Sud-Ouest Capital, Synergie Finance et FCPR Suravenir (ci-après les « **Investisseurs financiers** ») et la société HP2M. Le Protocole d'Accord prévoyait les différentes opérations suivantes :

- apports en nature par le Concert familial Mazin et M. Lennon, de la totalité de leurs actions Sodifrance à HP2M,
- souscription par les Managers du Groupe à une augmentation de capital en numéraire de HP2M par émission d'actions à bons de souscriptions d'actions (les « **ABSA** »),
- souscription par les Investisseurs Financiers à une augmentation de capital en numéraire et à une émission d'obligations convertibles (les « **OC** »).

- La Convention d'Apport :

Conformément aux stipulations du protocole d'Accord, le Concert familial Mazin, Yves Lennon et HP2M ont conclu les 22 et 29 décembre 2008 une convention d'apport (la « **Convention d'apport** ») par lequel le Concert familial Mazin et Yves Lennon ont apporté à HP2M, la totalité de leurs actions Sodifrance. Ces apports ont été rémunérés par l'émission d'actions.

En application de cette Convention d'Apport, le Concert familial Mazin et Yves Lennon ont, le 16 janvier 2009, apporté 1 154 646 actions Sodifrance à HP2M à une valeur de 4 euros par action Sodifrance, soit une valeur d'apport globale de 4 618 584 euros, ces apports étant rémunérés par l'émission par HP2M de 4 618 584 actions.

Le tableau suivant présente la répartition des actions apportées par le Concert familial Mazin et Yves Lennon :

Détails des apports		
Apporteurs	Nombre d'actions Sodifrance apportées	Valeur des apports
Concert familial Mazin	956 678	3 826 712 euros
Yves Lennon	197 968	791 872 euros
Total	1 154 646	4 618 584 euros

- le Pacte d'Associés :

Le 16 janvier 2009,, le Concert familial Mazin (ci-après le « **Groupe Majoritaire** »), les Managers (comprenant M. Lennon) et les investisseurs financiers (ci-après le « **Groupe Investisseur** ») ont conclu un pacte d'associés (le « **Pacte d'Associés** ») d'une durée de 15 ans, qui définit leurs droits et obligations en cas de modification de la répartition du capital de HP2M ainsi que des modalités permettant aux

investisseurs de s'assurer de la mise en œuvre du projet d'entreprise de Sodifrance et du respect de ses orientations stratégiques par le Concert familial Mazin et M. Lennon. Il contient également des stipulations permettant aux investisseurs financiers de suivre l'évolution de leur investissement dans HP2M.

A cet égard, le Pacte d'Associés prévoit notamment :

- un droit de préemption en cas de projet de cession de ses titres par un associé, permettant aux autres associés de racheter ses titres,
- un droit de sortie conjointe, alternatif au droit de préemption, permettant, en cas de projet de cession par une partie, aux autres parties de se faire racheter la totalité de leurs titres par l'acquéreur potentiel ou la partie cédante,
- un droit de sortie totale par lequel, en cas de projet de perte de contrôle du Groupe Majoritaire, les autres parties ont la possibilité de faire racheter la totalité de leurs titres par l'acquéreur potentiel ou par le Groupe Majoritaire,
- un engagement de cession de la totalité des titres en cas d'offre d'acquisition portant sur 100% du capital et acceptée par Monsieur Franck Mazin et le Groupe Investisseur,
- un droit de suite au bénéfice des investisseurs au titre duquel, le Groupe Majoritaire s'engage à verser au Groupe Investisseur ou à l'Associé Investisseur une quote-part du prix perçu au titre de la cession de contrôle,
- un engagement de non-concurrence du Groupe Majoritaire et des Managers, dont la durée est définie dans le Pacte,
- une clause de liquidité pour le Groupe Investisseur à partir du 1^{er} mars 2013, sans prévoir toutefois les conditions financières de cette liquidité,
- un engagement spécifique autorisant la liquidité possible, totale ou partielle, de la participation de Monsieur Lennon sur la base d'une valorisation à dire d'expert.

En application de ces accords, en date du 15 mai 2009 et postérieurement à l'OPA 2009, HP2M a émis 1.920.000 actions de préférence d'une valeur de 1 euro chacune, souscrite auprès du Groupe Investisseurs, ainsi que 2.599.998 obligations convertibles.

L'actionnariat d'HP2M se compose aujourd'hui comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	Nombre d'OC
Franck MAZIN	2,009,638	0
Anne-Laure MAZIN	1,818,574	0
Total CONCERT MAZIN	3,828,212	0
Yves LENNON	791,872	0
MANAGERS	180,952	0
UNI EXPANSION OUEST	800,000	866,666
SODERO PARTICIPATIONS	350,000	379,166
BRETAGNE PARTICIPATIONS	450,000	487,500
GRAND SUD OUEST CAPITAL	400,000	433,333
SYNERGIE FINANCE	200,000	216,667
FCPR SURAVENIR INITIATIVE ACTIONS 3	200,000	216,667
Total INVESTISSEURS FINANCIERS	2,400,000	2,599,998
TOTAL	7,201,036	2,599,998

IV. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

4.1 STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL

A la connaissance de la Société, à la date de dépôt du projet de note d'information en réponse, le capital de la Société était réparti de la manière suivante :

	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
HP2M	2 951 828	92,03%	2 951 828	91,83%
Public	255 598	7,97%	262 780	8,17%
Total	3 207 426	100%	3 214 608	100%

Il n'existe pas de titres donnant accès au capital, ni d'actions auto-détenues, ni d'options de souscription ou d'achat d'actions. Sodifrance n'a procédé à aucune attribution gratuite d'actions.

4.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE

Aucune clause des statuts ne prévoit de restriction à l'exercice du droit de vote.

Aucune clause statutaire ne limite la libre cession des actions.

A l'exception du pacte d'Associé relatif à HP2M, décrit au paragraphe III ci-dessus, et des actions Sodifrance détenues par HP2M et nanties au profit des établissements bancaires, il n'a pas été porté à la connaissance de la Société aucune clause ou convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des actions émises et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

4.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LA SOCIETE

A la connaissance de la Société, à la date du projet de note d'information en réponse, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au point 4.1. ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés, aucun actionnaire détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société.

Depuis le 3 février 2009 (date de la décision de conformité de l'OPA 2009), la Société a eu connaissance des modifications suivantes dans la répartition du capital :

- franchissement à la baisse le 4 février 2009 des seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote par Sycomore Asset Management, à la suite d'une cession d'actions sur le marché et qui ne détenait plus aucune action à cette date,
- franchissement à la hausse le 4 février 2009 du seuil de 50% du capital et des droits de vote par HP2M dans le cadre de l'OPA 2009 (détention de 1 658 727 actions représentant autant de droits de vote, soit 51,72% du capital et 51,60% des droits de vote),
- franchissement à la baisse le 9 février 2009 du seuil de 5% du capital par Sodifrance dans le cadre de l'OPA 2009 qui ne détenait plus à cette date que 14 246 actions en auto-contrôle,

- franchissement à la hausse le 12 février 2009 du seuil des 2/3 du capital et des droits de vote par HP2M dans le cadre de l'OPA 2009 (détenition de 2 148 217 actions représentant autant de droits de vote, soit 66,98% du capital et 66,83% des droits de vote),
- franchissement à la hausse le 13 mai 2009 du seuil des 90% du capital et des droits de vote par HP2M dans le cadre de la réouverture de l'OPA 2009 (détenition de 2 943 436 actions Sodifrance représentant autant de droits de vote, soit 91,77% du capital et 91,56% des droits de vote de la société).

4.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX

Néant.

4.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

4.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

a) Le Conseil de Surveillance est composé de trois membres au moins et de huit au plus sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de la vie sociale, les membres du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ; toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire.

b) La durée de leurs fonctions est d'une année.

Les fonctions d'un membre du conseil de surveillance prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année en cours de laquelle expire son mandat.

Les membres du conseil de surveillance sont toujours rééligibles.

Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Nul ne peut être nommé membre du conseil de surveillance s'il est âgé de plus de 70 ans. Tout membre du Conseil de Surveillance en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale.

c) Les membres du conseil de surveillance peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales ; ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était membre du conseil en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Le mandat du représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant, elle est tenue de notifier à la société sans délai, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent ; Il en est de même en cas de décès, de démission ou d'empêchement prolongé du représentant permanent.

d) En cas de vacance, par décès ou par démission, d'un ou plusieurs sièges, le conseil de surveillance peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Les nominations effectuées par le conseil de surveillance sont soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Le membre du conseil de surveillance nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonctions que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Si le nombre des membres du conseil de surveillance devient inférieur à trois, le directoire doit convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil de surveillance.

4.8 POUVOIRS DU DIRECTOIRE EN PARTICULIER POUR L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS

Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toute circonstance au nom de la société sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

Dans les rapports avec les tiers, la société est engagée même par les actes du directoire qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que les tiers savaient que l'acte dépassait cet objet ou qu'ils ne pouvaient l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

La cession d'immeubles par nature, la cession totale ou partielle de participations, la constitution de sûretés, ainsi que les cautions, avals et garanties font l'objet d'une autorisation du conseil de surveillance. Le non-respect de cette disposition n'est opposable aux tiers que dans les cas prévus par la loi.

Toutes autres limitations des pouvoirs du directoire sont inopposables aux tiers.

Le directoire a la faculté de déléguer partie de ses pouvoirs qu'il jugera utile.

En outre, le Directoire dispose à ce jour des autorisations suivantes :

- **Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions.** Cette autorisation a été donnée par l'Assemblée générale du 25 Juin 2009 pour une durée de 18 mois, venant à expiration le 25 décembre 2010.

Le prix maximum d'achat ne pourra excéder 5 euros, le nombre maximum d'actions pouvant être acquises au titre de cette autorisation a été fixé à 10% du capital de la société, ce qui correspond à 320 742 actions.

- Emission d'actions, titres ou valeurs mobilières diverses

L'Assemblée générale du 25 juin 2009 a délégué sa compétence au Directoire, dans le cadre des articles L.225-127 et suivants du Code de commerce, pour une durée de vingt-six (26) mois à l'effet de décider, en une ou plusieurs fois, dans les proportions et aux époques qu'il appréciera, l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions, titres de capital ou titres ou valeurs mobilières – y compris de bons de souscription émis de manière autonome – donnant accès ou pouvant donner accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, dont la souscription pourra être opérée soit en espèces, soit par compensation avec des créances. Le montant nominal d'augmentation de capital en résultant ne pourra être supérieur à dix (10) millions d'euros. Le directoire pourra instituer au profit des actionnaires un droit de souscription à titre réductible. Si les souscriptions à titre irréductible et, le cas échéant, à titre réductible n'ont pas absorbé la totalité de l'émission, le Directoire, pourra dans l'ordre qu'il déterminera :

- limiter le montant de l'opération au montant des souscriptions reçues à condition qu'il atteigne au moins les trois-quarts de l'émission décidée ;
- répartir librement tout ou partie des titres non souscrits ;
- les offrir au public en tout ou partie.

L'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital emporte renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux titres de capital auxquels ces titres ou valeurs mobilières pourront donner droit.

L'Assemblée générale du 25 juin 2009 a en outre délégué au Directoire sa compétence, pour une durée de vingt-six (26) mois à l'effet de décider en une ou plusieurs fois, dans les proportions et aux époques qu'il appréciera, l'émission d'actions, titres de capital ou titres ou valeurs mobilières - y compris de bons de souscription émis de manière autonome - donnant accès ou pouvant donner accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, dont la souscription pourra être opérée soit en espèces, soit par compensation avec des créances.

L'Assemblée générale du 25 juin 2009 a décidé de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires à ces actions, titres de capital ou titres ou valeurs mobilières diverses.

Le montant nominal d'augmentation de capital en résultant ne pourra être supérieur à dix (10) millions d'euros.

Si les souscriptions n'ont pas absorbé la totalité de l'émission, le Directoire pourra, dans l'ordre qu'il déterminera :

- limiter le montant de l'opération au montant des souscriptions reçues à condition qu'il atteigne au moins les trois-quarts de l'émission décidée ;
- répartir librement tout ou partie des titres non souscrits ;
- les offrir au public en tout ou partie.

L'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital emporte renonciation par les actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux titres de capital auxquels ces titres ou valeurs mobilières pourront donner droit.

Conformément aux dispositions de l'article L 225-135-1 du Code de commerce, l'assemblée générale du 25 juin 2009 a autorisé le Directoire à augmenter dans la limite du plafond global de dix (10) millions d'euros fixé précédemment, le nombre d'actions, titres ou valeurs mobilières à émettre en cas d'augmentation du capital social avec ou sans droit préférentiel de souscription dans les trente jours de la clôture de la souscription, dans la limite de 15% de l'émission initiale et au même prix.

Augmentation de capital par incorporation de réserves, primes ou bénéfices

L'Assemblée générale du 25 juin 2009 a délégué au Directoire sa compétence, pour une durée de vingt six (26) mois à l'effet de décider d'augmenter le capital social, en une ou plusieurs fois, aux époques qu'il déterminera, par incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes, suivie de la création et de l'attribution gratuite de titres de capital ou de l'élévation du nominal des titres de capital existants ou de la combinaison de ces deux modalités. Le montant d'augmentation de capital en résultant ne pourra excéder le montant nominal de cinq (5) millions d'euros.

Augmentation de capital réservée aux salariés

L'Assemblée générale du 25 juin 2009 a délégué au Directoire sa compétence, pour une durée de vingt quatre (24) mois à l'effet de décider d'augmenter le capital social, en une ou plusieurs fois, par émission d'actions à souscrire en numéraire réservée aux salariés adhérents au plan d'épargne Groupe. Le nombre total d'actions qui pourront être souscrites ne pourra pas dépasser 1% du capital social.

4.9 ACCORD CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE

Néant

4.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

V. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

SODIFRANCE

**Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par HP2M
visant les actions SODIFRANCE**

-=-

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par HP2M sur les actions Sodifrance, suivie d'un éventuel retrait obligatoire, Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil de surveillance de Sodifrance du 12 janvier 2010, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires entrant dans le champ de l'OPAS et de l'éventuel retrait obligatoire, du prix d'offre de 5,30 € par action Sodifrance.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1.I. et 261-1.II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Indépendance

Ledouble SA⁴ est indépendant des sociétés Sodifrance et HP2M parties prenantes à l'offre, de leurs actionnaires, ainsi que de Portzamparc Société de Bourse (ci-après Portzamparc), établissement présentateur de l'offre :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec Sodifrance ni HP2M et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés,
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA⁵ en 2010 et au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁶,
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁷.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exercice de cette mission.

Les compétences de l'expert sont mentionnées en annexe 5.

Diligences effectuées

Nos travaux, détaillés dans leur contenu en annexe 1 et leur chronologie en annexe 2, sont rémunérés dans les conditions précisées en annexe 1.

La présente opération a donné lieu à l'émission par Portzamparc d'un rapport d'évaluation dont nous avons pris connaissance.

Notre base documentaire figure en annexe 4.

⁴Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

⁵ Anciennement CDL.

⁶ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA (dont les profils figurent en annexe 5).

⁷ Au sens de l'article 261-4.I du Règlement Général de l'AMF ; c'est d'ailleurs la première fois que nous sommes en relation avec Portzamparc dans le cadre d'une offre publique d'achat.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de la société Sodifrance (ci-après la cible), ainsi qu'une analyse de la prime induite par le prix d'offre sur les différents critères ; ces diligences ont impliqué notamment :

- des entretiens avec les parties à l'opération recensées en annexe 3, en l'occurrence le management de Sodifrance, ainsi que des représentants de Portzamparc,
- l'analyse de l'organisation juridique de l'opération et de la structuration de l'offre, sur la base d'entretiens avec le management de Sodifrance et des représentants de Portzamparc et du projet de note d'information destinée à l'AMF élaboré par Sodifrance en réponse au projet d'OPAS initiée par HP2M,
- l'examen des documents de référence et informations réglementées disponibles sur le site de Sodifrance et celui de l'AMF,
- le recensement des faits marquants survenus au cours des trois derniers exercices, en particulier au travers de l'évolution du capital, des procès-verbaux des délibérations des assemblées générales et des rapports de gestion du directoire de Sodifrance,
- l'exploitation des informations qui ont par ailleurs été mises à notre disposition et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude⁸ d'un échantillon de sociétés cotées réputées comparables,
- l'appréciation des données prévisionnelles, consignées dans le plan d'affaires de Sodifrance, et sur lesquelles, préalablement à la présente offre, se sont appuyés les « impairment tests » effectués dans le cadre de la clôture des comptes de l'exercice 2009 afin de conforter l'actif net comptable consolidé,
- un recoupement entre les différentes méthodes d'évaluation employées.

Nous nous sommes assurés que les différentes valeurs obtenues nous permettaient de juger du caractère équitable, par référence à ces valeurs, du prix d'offre proposé de 5,30 € par action Sodifrance, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de Sodifrance, notamment sur l'absence d'éléments de nature à modifier substantiellement la valeur de l'action à ce jour.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations⁹ que le management de Sodifrance nous a communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi, en particulier le plan d'affaires.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'opération (§ 1),
- l'activité et l'environnement de Sodifrance (§ 2),

⁸ Etude actualisée jusqu'au 16 avril 2010.

⁹ De nature économique, juridique, comptable et financière.

- nos travaux d'évaluation de l'action Sodifrance (§ 3),
- nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 4).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Sodifrance visés par l'offre (§ 5).

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€)/devises, milliers d'euros/devises (K), millions d'euros/devises (M) ou milliards d'euros/devises (Md).

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 Sodifrance

Sodifrance, dont les titres sont visés par la présente opération, est une Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance, au capital de 5.000.000 €, sise parc d'activités La Bretèche à Saint Grégoire (35760) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Rennes (RCS 383 139 102).

Les actions composant le capital de la société mère, au nombre de 3.207.426, sont admises aux négociations sur le marché Euronext de NYSE Euronext Paris SA (compartiment C)¹⁰ ; elles se répartissent comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
HP2M	2 951 828	92,03%	2 951 828	91,83%
Public	248 406	7,74%	248 406	7,73%
Public nominatif	7 192	0,22%	14 374	0,45%
Total public	255 598	7,97%	262 780	8,17%
<i>Total</i>	<i>3 207 426</i>	<i>100,00%</i>	<i>3 214 608</i>	<i>100,00%</i>

1.1.2 HP2M

HP2M, actionnaire de référence de SODIFRANCE, est une Société Anonyme Simplifiée, au capital de 7.201.036 €, sise 4 rue du Château de l'Eraudière à Nantes (44 000) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nantes (RCS 503 665 325).

1.2 Dispositif de l'offre et périmètre de l'opération

1.2.1 OPAS

En référence au tableau de répartition du capital ci-dessus (§ 1.1.1), la présente offre vise la totalité des actions de Sodifrance non détenues par l'initiateur, représentant 255.598 titres (7,97% du capital) et 262.780 droits de vote (8,17% des droits de vote).

¹⁰ Sodifrance a été introduite au second marché de la Bourse de Paris le 16 avril 1999.

Cette offre fait suite à l'Offre Publique d'Achat initiée en février 2009 par HP2M au prix de 4 € sur les actions Sodifrance, à l'issue de laquelle l'initiateur détenait 91,77% du capital de la cible ; les rachats de titres sur le marché au même prix de 4 € intervenues de mai à août 2009 ont porté sa participation à 92,03%.

1.2.2 Perspective de retrait obligatoire

Le retrait obligatoire (RO) est conditionné par la détention par HP2M, à l'issue de l'OPAS, de plus de 95% du capital ou des droits de vote de Sodifrance.

Le prix des actions au stade du RO serait identique à celui retenu dans l'OPAS.

2 Présentation de l'activité et de l'environnement de sodifrance

2.1 Aperçu des caractéristiques métier et des chiffres clés du secteur des SSII

Le métier des Sociétés de Services en Ingénierie Informatique (SSII) englobe la fourniture, dans le domaine informatique, de prestations de conseil, d'ingénierie (développement et intégration de systèmes), de maintenance, d'infogérance (de l'infogérance applicative au Business Process Outsourcing) et d'édition de logiciels. Il s'agit donc d'une activité de prestation de services à haute valeur ajoutée, à faible intensité capitalistique et dont les charges de personnel représentent la principale composante du coût de revient.

En 2009, le marché français des services et logiciels informatiques a connu une décroissance annuelle de l'ordre de 2,5%, le chiffre d'affaires s'établissant à près de 42 Md€¹¹. Cette récession globale traduit des évolutions différenciées selon les segments. Ainsi, le volume d'affaires du conseil et des services informatiques diminue de 2,5%, la médiocre performance du conseil, de l'assistance technique et de l'intégration étant en partie contrebalancée par la progression de l'infogérance. L'édition de logiciels est également en recul de 2,5%, malgré la tendance positive dans les logiciels embarqués. Enfin, le conseil en technologies connaît une forte baisse de 6,5%, traduisant principalement celle de la R&D externalisée.

Les prévisions globales d'activité pour 2010 annoncent le retour à une croissance faiblement positive, de l'ordre de 1%, reposant sur divers facteurs structurels : la poursuite de l'externalisation et de la rationalisation de la fonction informatique, la mise en conformité avec les nouvelles normes économiques et environnementales, le retour à des réorganisations par voie d'opérations de fusion-acquisitions et l'innovation, notamment dans les domaines de l'informatique embarquée et la « Green IT ». A plus long terme, un phénomène structurel de rattrapage technologique (retard important de la France en termes d'investissements technologiques par rapport aux investissements totaux) devrait jouer en faveur du secteur des services informatiques.

Dans l'immédiat, Syntec Informatique prévoit, sur le seul segment conseil et services informatiques une croissance de 0,5% en 2010, avec un premier semestre négatif et une reprise attendue au deuxième semestre.

2.2 Contraintes inhérentes à l'activité

L'activité des SSII reste, de manière globale, fortement corrélée à l'investissement en France et donc sensible à toute contraction du PIB. Ceci est plus particulièrement vrai pour le développement et l'intégration de systèmes. La demande d'infogérance, c'est-à-dire d'externalisation, et dans une moindre mesure celle de maintenance, peuvent en revanche évoluer de manière contra-cyclique, dans

11 Syntec Informatique, note « Secteur des logiciels & services en France », 6 novembre 2009.

la mesure où elles résultent notamment des restructurations et de la recherche de contrôle des coûts des entreprises.

Le marché des services informatiques est mature et très concurrentiel, d'où une forte pression sur les prix, y compris dans les segments à demande soutenue, comme l'infogérance, en raison notamment de l'offre de prestations offshore, notamment indienne. Le marché français des prestations de services informatiques est très atomisé et compte un grand nombre d'intervenants. Une concentration du secteur est donc anticipée¹², en réponse à diverses tendances observées : concentration chez les clients, globalisation de la demande¹³, nécessité d'une taille critique pour bénéficier d'économies d'échelles et entreprendre des délocalisations (solutions offshore), ralentissement de la croissance organique.

Dans ce contexte, on notera la hausse importante en 2009 – début 2010 des défaillances d'entreprises « high tech » ; ainsi entre fin février 2009 et fin février 2010, 1.507 sociétés du secteur informatique ou électronique ont été placées en redressement judiciaire, soit une progression de 19,5% en un an¹⁴. En outre, les SSII de petite taille avancent des chiffres d'affaires en fort recul, la crise tendant à leur fermer la clientèle des grands comptes qui préfèrent opter pour la formule de l'outsourcing maîtrisé par les principaux acteurs du secteur¹⁵.

2.3 Organisation et moyens opérationnels de Sodifrance

Sodifrance est la société faîtière d'un groupe constitué de 11 entités juridiques¹⁶, formant un périmètre de consolidation. Les intérêts minoritaires se limitent à la filiale tunisienne. Une des filiales françaises détient en outre une société civile immobilière¹⁷ non consolidée, d'un poids cependant peu significatif.

Les effectifs du groupe s'élèvent à environ 880 personnes, et sont renforcés de l'équipe de sous-traitants, le capital humain étant évidemment essentiel dans ce type d'activité.

2.4 Positionnement de Sodifrance sur son marché et perspectives commerciales

Née en 1986 d'un « spin-off » de la société Ordi France (Atos / CISI) sur une activité de traitement de chèques et de monétique en Bretagne, la société Sodifrance est récente dans sa configuration actuelle ; au travers de ses diverses implantations¹⁸, elle propose une gamme de services informatiques de proximité dans les métiers suivants :

- conseil,
- intégration de solutions,
- délégation d'expertise,
- services d'infrastructures,
- formation.

Ces services se conjuguent avec des offres de solutions orientées vers l'automatisation de la transformation des systèmes d'informations de grands comptes, segment sur lequel Sodifrance fait figure de leader.

¹² Etude Xerfi, Services Informatiques, mars 2009.

¹³ Demande portant simultanément sur les différents segments des services informatiques.

¹⁴ Les Echos, 22 mars 2010 (p. 24).

¹⁵ Les Echos, 29 mars 2010 (p. 24).

¹⁶ En ce comprise la société mère.

¹⁷ SCI SIRIMMO.

¹⁸ 12 implantations en France, 1 implantation en Belgique, 1 implantation en Tunisie.

L'exposition à la clientèle se mesure par le poids des 10 premiers clients qui représentent environ la moitié du chiffre d'affaires.

Dans un contexte d'abondance de l'offre en matière de services informatiques et d'atomisation du secteur¹⁹, Sodifrance, qui compte parmi les 50 premières SSII françaises, se démarque de ses concurrents par une spécialisation de longue date sur les secteurs de la Banque, l'Assurance²⁰ et la Protection sociale, mais doit contrer une pression accrue de ses clients directement sur les prix, et indirectement par le transfert de revenus²¹ ; une solution offshore est expérimentée depuis 2008 en Tunisie sur une partie de l'activité.

2.5 Principaux facteurs de succès et de risques

L'analyse issue de la matrice SWOT²² présente de nombreux points de recoupement avec ce qui précède :

Forces	Opportunités
• Redressement de qualité depuis 2003 • Avance technologique portée par le centre de R&D • Forte exposition bancaire • Grande expérience et connaissance du marché par le management • Vision stratégique de l'évolution future • Compétences financières de l'équipe de direction • Positionnement grand comptes • Dans le « Top 5 » des SSII de l'Ouest • Proche de la taille critique des 100 M€ de chiffre d'affaires	• Parmi les 10 acteurs principaux du marché Banque et Assurance • Renforcement en région parisienne • Renforcement de l'offre technologique • Concentration du secteur • Marché de l'externalisation toujours fort
Faiblesses	Risques
• Croissance organique faible • Exposition unique au marché français • Dépassements de budgets sur certains projets • Offre complexe • Turnover élevé de l'effectif en région parisienne	• Industrie cyclique et mature • Forte pression concurrentielle, notamment offshore • Pression sur les prix par les donneurs d'ordre, en particulier dans le cadre des référencements • Pérennité du dispositif du Crédit Impôt Recherche • Captation de l'avantage constitué par le Crédit Impôt Recherche par les donneurs d'ordre

¹⁹ A titre indicatif, une cinquantaine de SSII sont cotées sur la place de Paris.

²⁰ Sodifrance a rejoint en 2008 le « top ten » des principaux fournisseurs de conseil, assistance, réalisation et intégration dans le secteur de l'assurance et approche ce rang dans le domaine des prestations de service IT (source : Pierre Audoin Consultants, août 2009).

²¹ A titre d'exemple, le Crédit d'Impôt Recherche dont bénéficie la société tend à être restitué aux clients ; Sodifrance table ainsi sur une enveloppe de l'ordre de 250 K€ limitée à l'horizon 2010.

²² Source : Sodifrance 2008, adaptée au contexte actuel par nos soins.

2.6 Evolution de la rentabilité et des masses bilantielles

A l'issue d'une phase de restructuration intervenue au milieu des années 2000, et sur un parcours boursier quelque peu chaotique, la société affiche un historique de rentabilité marqué par les deux crises boursières successives de 2007 et de 2008.

En regard du niveau d'exigence élevé du processus interne qualité et de l'efficacité du système de pilotage opérationnel, l'offre de migration complexe proposée par Sodifrance est sujette à des aléas en termes de rentabilité.

Au vu de l'information publiée²³, les indicateurs de profitabilité et de rentabilité ont connu l'évolution suivante depuis 2005, dont il ressort la prépondérance dans la structure de coûts des charges de personnel, caractéristique d'une activité de services, d'une part, et la baisse tendancielle des performances depuis 2007, d'autre part :

En K€	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
Chiffre d'affaires	63 080	67 670	56 952	45 045	43 170
Autres produits de l'activité	144	297	145	28	5
Achats consommés	-1 021	-1 015	-1 451	-1 322	-895
Charges externes	-12 878	-13 987	-11 964	-10 629	-12 518
Impôts et taxes	-2 197	-2 257	-1 875	-1 451	-1 309
Charges de personnel	-44 212	-46 199	-36 662	-28 114	-26 831
Excédent brut d'exploitation	2 916	4 509	5 145	3 557	1 622
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-1 403	-1 699	-1 293	-1 160	-1 495
Autres produits et charges d'exploitation	1 089	731	-348	-56	-72
Résultat opérationnel courant	2 602	3 541	3 504	2 341	55
Autres produits et charges opérationnels	-925	-1 008	-356	-607	-1 389
Résultat opérationnel	1 677	2 533	3 148	1 734	-1 334
Résultat financier	-488	-632	-363	-135	-198
Impôts	-47	-303	-768	-684	-1 248
Résultat net	1 142	1 598	2 017	915	-2 780
dont résultat net part du groupe	1 119	1 598	2 017	915	-2 780

La structure bilantielle au 31 décembre 2009 se caractérise par le poids important des survaleurs dégagées par les opérations de croissance externe, réalisées principalement en 2007²⁴, et un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) négatif en clôture d'exercice :

²³ Documents de référence 2006 à 2009.

²⁴ API Group et Onext Content System.

En K€	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
Immobilisations incorporelles	18 009	17 999	18 088	6 901	7 249
<i>dont écarts d'acquisition</i>	16 859	16 769	16 729	5 608	5 608
Immobilisations corporelles	843	729	549	639	411
Immobilisations financières	246	546	548	427	425
Impôts différés actif	1 066	934	1 234	2 326	2 881
Stocks (1)	29	20	42	62	24
Clients (2)	18 163	19 487	15 676	11 015	11 118
Autres créances et comptes de régularisation (3)	5 571	4 912	5 609	4 133	3 866
Trésorerie et équivalent trésorerie	6 009	3 604	4 393	4 173	4 644
<i>Total actif</i>	<i>49 936</i>	<i>48 231</i>	<i>46 139</i>	<i>29 676</i>	<i>30 618</i>
Fonds propres part du groupe	15 400	13 711	12 428	10 561	10 066
Intérêts minoritaires	22				
Provisions	1 243	1 180	741	563	842
Subventions	60	195	394	394	210
Dettes financières	6 847	8 997	9 856	951	1 356
Fournisseurs (4)	3 709	4 370	3 759	2 710	3 690
Autres dettes (5)	22 655	19 778	18 961	14 497	14 454
<i>Total passif</i>	<i>49 936</i>	<i>48 231</i>	<i>46 139</i>	<i>29 676</i>	<i>30 618</i>
BFR (1)+(2)+(3)-(4)-(5)	-2 601	271	-1 393	-1 997	-3 136
Variation de BFR	-2 872	1 664	604	1 139	
Chiffre d'affaires	63 080	67 670	56 952	45 045	43 170
BFR / chiffre d'affaires (en nombre de jours)	-15	1	-9	-16	-26

2.7 Caractéristiques comptables et hors bilan

2.7.1. Observations sur le référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment C Eurolist du NYSE Euronext Paris, Sodifrance applique de façon permanente, depuis l'exercice clos le 31 décembre 2006 le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés ; ces derniers ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2009.

2.7.2. Observations sur les comptes consolidés

Au regard de l'information publiée par la Société²⁵, nous avons relevé les éléments suivants à appréhender dans le cadre des travaux d'évaluation :

- le Groupe ayant souscrit un contrat d'assurance pour prendre en charge une partie des engagements en faveur des salariés, d'un montant total de 0,8 M€, seule une partie de la dette actuarielle relative aux indemnités de fin de carrière est comptabilisée conformément à la norme IAS 19, à concurrence de 0,3 M€ au 31 décembre 2009 ; il n'existe pas d'autres avantages au personnel consentis par la Société ;
- l'actif incorporel de Sodifrance au 31 décembre 2009, d'un montant total de 18 M€ est constitué à hauteur de 1,1 M€ par des immobilisations incorporelles et 16,9 M€ par des écarts d'acquisition (§ 2.6), ces derniers représentant donc un tiers du total bilan ;
- un test de dépréciation des actifs incorporels est réalisé annuellement. Compte tenu des interactions fortes entre les différents métiers exercés par le groupe Sodifrance, le groupe dans son ensemble constitue la seule Unité Génératrice de Trésorerie (UGT) identifiable, à laquelle sont affectés les écarts d'acquisition. La valeur

²⁵ Source : document de référence 2008 et comptes au 31 décembre 2009.

d'entreprise obtenue par ce test ne s'éloigne pas significativement de celle découlant des capitaux propres et n'a donc pas donné lieu à la comptabilisation d'une dépréciation à la clôture de l'exercice 2009 ;

- les intérêts minoritaires, d'un montant limité, se rapportent à la filiale tunisienne (§ 2.3).

3 Valorisation de l'action Sodifrance

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes de l'évaluation (§ 3.1), les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 5,30 € par action Sodifrance proposé par HP2M (§ 3.3 et suivants).

3.1 Données structurant l'évaluation

La date de référence que nous avons retenue pour l'évaluation de l'action Sodifrance a été arrêtée au 19 avril 2010.

3.1.1. Business plan (BP)

3.1.1.1. Prévisions à moyen terme du management

Nous avons porté notre attention sur les indicateurs clés du plan d'affaires concourant à la formation des flux de trésorerie, notamment les suivants :

- chiffre d'affaires,
- niveau d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) rapporté au chiffre d'affaires,
- niveau de résultat opérationnel (EBIT) rapporté au chiffre d'affaires,
- taux d'imposition normatif.

Le plan d'affaires de la présente offre, établi par le management de Sodifrance, comprend les soldes intermédiaires de gestion jusqu'au résultat net, notamment l'EBIT et l'EBITDA utilisés dans l'approche de valorisation fondée sur les comparables boursiers, et une mesure du *cash-flow to equity*²⁶. En revanche, le *free cash-flow*, sur la base duquel l'approche de valorisation fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flow* ou DCF) a été mise en œuvre, n'a pas été estimé par le management. Après discussion avec ce dernier, nous avons donc procédé à nos propres estimations des investissements (Capex) et de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR), exprimée en nombre de jours de chiffre d'affaires.

3.1.1.2. Prévisions à long terme

Le management de Sodifrance a établi le plan d'affaires sur un horizon de 5 ans, de 2010 à 2014. Dans le but de faire converger le taux de croissance du chiffre d'affaires dégagé en 2014 avec le taux de croissance à l'infini que nous avons retenu dans le cadre de la méthode DCF, d'une part, et le niveau des dotations aux amortissements avec les investissements, d'autre part, nous avons étiré les prévisions jusqu'en 2019.

²⁶ Le *cash-flow to equity* correspond à la capacité d'autofinancement (CAF), soit le résultat net majoré des dotations aux amortissements et provisions.

On notera que dans le test de dépréciation des actifs incorporels sous-tendant les comptes certifiés au 31 décembre 2009, l'horizon de prévision retenu par le management incluait l'année 2015. Nous avons donc repris à notre compte la même structure de compte de résultat prévisionnel pour 2015, à l'exception des Capex et variations de BFR.

Portzamparc a retenu la même approche concernant 2015 et a étiré les prévisions sur une période de transition identique à la nôtre, jusqu'en 2019.

3.1.1.3. Synthèse

En confrontant notamment le budget et les réalisations des deux derniers exercices clos (2008 et 2009), qui mettent en évidence des écarts nettement défavorables, d'une part, et les prévisions sectorielles de Syntec Informatique, d'autre part, nous considérons après examen critique de ses principales composantes, que le plan d'affaires de Sodifrance, sur lequel s'appuient la modélisation DCF de l'établissement présentateur et la nôtre (§ 3.6), retranscrit l'intégralité du potentiel de développement du groupe au cours des cinq années à venir.

On notera par ailleurs que les difficultés auxquelles la société est confrontée sur son marché l'on conduit à revoir notablement ses prévisions d'activité et de rentabilité par rapport à celles présentées au moment de l'offre de 2009, et qu'à cet égard, ses fondamentaux se révèlent aujourd'hui moins solides que par le passé, même si sa position de trésorerie s'est améliorée.

3.1.2. Taux d'imposition

Le taux d'impôt normatif considéré pour la détermination des cash flows de 2010 à 2014 a été fixé à 34,43% par le management de Sodifrance. L'établissement présentateur et nous-mêmes avons conservé ce taux pour les années postérieures à 2014 et le calcul du flux normatif dans la méthode DCF (§ 3.6). Le taux normatif est supérieur au taux d'imposition réel observé en 2009 et 2008, ainsi qu'illustré dans le tableau ci-dessous :

Taux d'imposition théorique vs taux d'imposition réel

K€	31/12/2009	31/12/2008
Résultat avant impôt	1 676	2 533
Impôt théorique	-577	-872
Impôt réel	-487	-632
Taux d'imposition théorique	34,43%	34,43%
Taux d'imposition réel	29,06%	24,95%

Le choix d'un taux normatif correspondant au taux normal de l'impôt société plutôt qu'au taux observé dans les comptes de Sodifrance a eu pour conséquence, dans nos travaux d'évaluation comme dans ceux de Portzamparc, la prise en compte des déficits reportables et du Crédit Impôt Recherche dans le calcul de la dette nette.

3.1.3. Endettement net

L'endettement net consolidé de Sodifrance retenu pour valoriser l'action Sodifrance selon la méthode d'actualisation des flux prévisionnels ou *Discounted Cash Flow (DCF)* (§ 3.6) et des comparables boursiers (§ 3.5) est issu des comptes consolidés certifiés au 31 décembre 2009.

3.1.3.1. DCF

L'endettement net consolidé que nous avons déterminé dans la mise en œuvre de la méthode DCF comprend les éléments ci-dessous :

K€	31/12/2009
Emprunts auprès des établissements de crédit	-5 870
Retraitement de crédit-bail	-152
Autres dettes financières et subventions	-154
Concours bancaires	-172
Engagements de retraite	-337
Autres provisions pour risques et charges	-906
Intérêts minoritaires	-22
Avance (BT Datalliance)	-660
Earn-out d'acquisition (API)	-1 000
Total Passif	-9 273
Trésorerie et équivalent trésorerie	6 009
Activation des reports déficitaires	890
Crédit impôt recherche 2010	250
Dépôts de garantie et cautions	215
Total Actif	7 364
Endettement net	-1 909

Hormis les emprunts et dettes financières assimilées (crédit-bail), les intérêts minoritaires, les valeurs mobilières de placement et les disponibilités (trésorerie et équivalent trésorerie) ainsi que les concours bancaires qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement net :

- les subventions remboursables, dont l'échéance se situe au-delà de 2010,
- les provisions pour risques et charges (incluant les engagements de retraite) dont le caractère décaissable nous semble probable, et est justifié par le principe même du provisionnement,
- l'avance de trésorerie consentie par British Telecom dans le cadre du rachat par Sodifrance en 2009 de Datalliance²⁷,
- la dette d'earn-out liée à l'acquisition en 2007 du groupe API, comptabilisée en dettes diverses, et que nous avons extournée des éléments constitutifs du BFR pour la reclasser en dettes financières,
- la créance d'impôt qui résulterait de l'imputation des reports déficitaires et dont le montant correspond à l'impôt différé actif apparaissant dans les comptes consolidés au 31 décembre 2009 (§ 3.1.2)²⁸ ; l'imputation de ces reports sur l'impôt des exercices futurs est cohérente avec les hypothèses du plan d'affaires,
- le crédit d'impôt recherche 2010 (§ 3.1.2),
- les dépôts de garanties et cautions.

En revanche, nous n'avons pas minoré les dettes financières des subventions à recevoir, d'un montant de 649 K€, traitées en BFR à fin 2009 ; ces subventions concernent quelques projets en cours, dont les derniers versements sont prévus à échéance 2011. Nous avons également exclu de la dette nette la

²⁷ Cette avance a été intégralement remboursée au premier trimestre 2010.

²⁸ En faisant abstraction de la faible incidence de l'actualisation, compte tenu des échéances proches.

juste valeur passive des dérivés de couverture (559 K€) ainsi que les impôts différés actifs y afférents (176 K€), dans la mesure où ces couvertures ont vocation à être conservées jusqu'à l'échéance.

3.1.3.2. Comparables boursiers

Dans l'approche de valorisation analogique à partir des comparables boursiers (§ 3.5), et au regard de la manière dont est définie la valeur d'entreprise dans la base de données²⁹ nous servant de référence pour l'analyse des comparables, nous comprenons que les provisions décaissables, les dépôts de garantie, les impôts différés actifs et le crédit d'impôt recherche ne sont pas appréhendés dans la trésorerie nette, mais qu'ils sont pris en compte, le cas échéant, en réduction de la valeur d'entreprise des sociétés composant l'échantillon.

A ce titre, et pour les besoins de l'approche de valorisation analogique fondée sur les comparables boursiers, les seuls retraitements sur l'endettement net concernent selon nous la dette relative aux intérêts minoritaires, ainsi que l'earn out qui à notre avis revêt un caractère financier et est à ce titre rattachable depuis son origine (2007) à la dette financière, et dans le même registre l'avance de trésorerie BT Datalliance.

Après retraitements, l'endettement net à intégrer dans la valorisation fondée sur les comparables boursiers ressort donc à **2,0 M€** :

K€	31/12/2009
Emprunts auprès des établissements de crédit	-5 870
Retraitement de crédit-bail	-152
Autres dettes financières et subventions	-154
Concours bancaires	-172
Intérêts minoritaires	-22
Avance (BT Datalliance)	-660
Earn-out d'acquisition (API)	-1 000
Total Passif	-8 030
Trésorerie et équivalent trésorerie	6 009
Total Actif	6 009
Endettement net	-2 021

On notera pour mémoire que le niveau de la trésorerie de 6,0 M€ à fin 2009, résultant d'un effort de recouvrement des créances, marque un point haut par rapport à l'en-cours moyen de la trésorerie sur 2009, de l'ordre de 2,2 M€ d'après les informations qui nous ont été transmises par le management.

3.1.4. Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux de valorisation, soit 3.207.426, correspond au nombre de titres en circulation à ce jour.

A la date du présent rapport, il n'existait plus de titres donnant accès au capital de Sodifrance.

²⁹ La valeur d'entreprise se définit à un instant comme la somme de la capitalisation boursière et de la dette nette comptable.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1 Actualisation des dividendes

La méthode DDM ou d'actualisation des dividendes est utilisée afin de calculer directement la valeur d'une action. Cette valeur, comme celle de tout titre financier, est égale à la valeur actualisée des flux à laquelle elle donne droit, c'est-à-dire les dividendes par simplification dans cette méthode ; nous nous positionnons ici du point de vue de l'actionnaire. Le taux d'actualisation à retenir est le coût des capitaux propres.

Or Sodifrance n'a distribué aucun dividende au titre des cinq derniers exercices. Le versement de dividendes d'un montant de 449.039 € prévu en 2010 par prélèvement sur les réserves facultatives³⁰ interviendra postérieurement aux règlements / livraison de l'offre ou le cas échéant au retrait obligatoire mis en œuvre à l'issue de l'offre et, dès lors, n'emporte pas de conséquence sur la valorisation du titre Sodifrance, qui s'entend coupon attaché.

Pour notre part, nous ne jugeons pas utile, dans le principe et sous quelque forme que ce soit, de recourir à l'actualisation des dividendes en considérant que les résultats aboutiraient nécessairement à une valeur inférieure à celle obtenue par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.6), qui comprennent implicitement les dividendes futurs.

3.2.2 Multiples boursiers non utilisés

S'agissant des comparables cotés, nous avons considéré que les multiples les plus pertinents sont, d'une part, le rapport entre la valeur d'entreprise (VE) et l'EBITDA³¹ et d'autre part, le multiple d'EBIT (VE / EBIT). Nous avons donc écarté les autres multiples usuels pour les raisons expliquées ci-après :

- le multiple du chiffre d'affaires (VE / chiffre d'affaires) n'appréhende pas les différences de marge et de rentabilité entre les sociétés considérées, ni les distorsions dans la reconnaissance des revenus entre sociétés d'un même secteur,
- le multiple de résultat net (ou PER³²) fournit des estimations biaisées par les écarts de structure financière et les éventuelles disparités de taux d'imposition, alors même que les sociétés comparables sélectionnées présentent des structures financières hétérogènes.

Les valorisations de Sodifrance auxquelles aboutiraient les multiples non utilisés, indiqués plus bas (§ 3.5.4), sont donc à considérer pour mémoire.

3.2.3 Multiples de transactions comparables

Nos recherches de références transactionnelles sont demeurées vaines, aucune transaction sur une société comparable par l'activité et la taille n'ayant eu lieu dans le passé récent.

Outre l'OPA sur les titres Sodifrance initiée par HP2M en février 2009, qui en l'espèce fait office de référence antérieure sans constituer un critère d'évaluation en tant que tel, on pourra cependant noter également pour mémoire, les opérations suivantes intervenues en France et initiées par :

³⁰ Dividende brut de 0,14 € par action, aux termes du procès-verbal des délibérations du directoire du 15 avril 2010.

³¹ EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*

³² PER = *Price Earning Ratio*

- SiegCo sur Valtech (décembre 2009),
- BT sur Net2S Group (février 2009),
- Open sur Syllis (juillet 2008),
- CIC sur Alti (juillet 2008).

3.3 Actif net réévalué

La méthode de 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. L'ANR vise donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le 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 sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas des actifs de Sodifrance.

Nous comprenons donc que le management de Sodifrance et ses conseils n'ont pas retenu cette méthode pour évaluer la société.

Pour autant l'ANC constitue pour l'actionnaire minoritaire un élément d'appréciation du prix d'offre dans une opération de type OPAS.

Il convient par conséquent de noter que l'ANC de Sodifrance ressort à 4,80 € par action au 31 décembre 2009 :

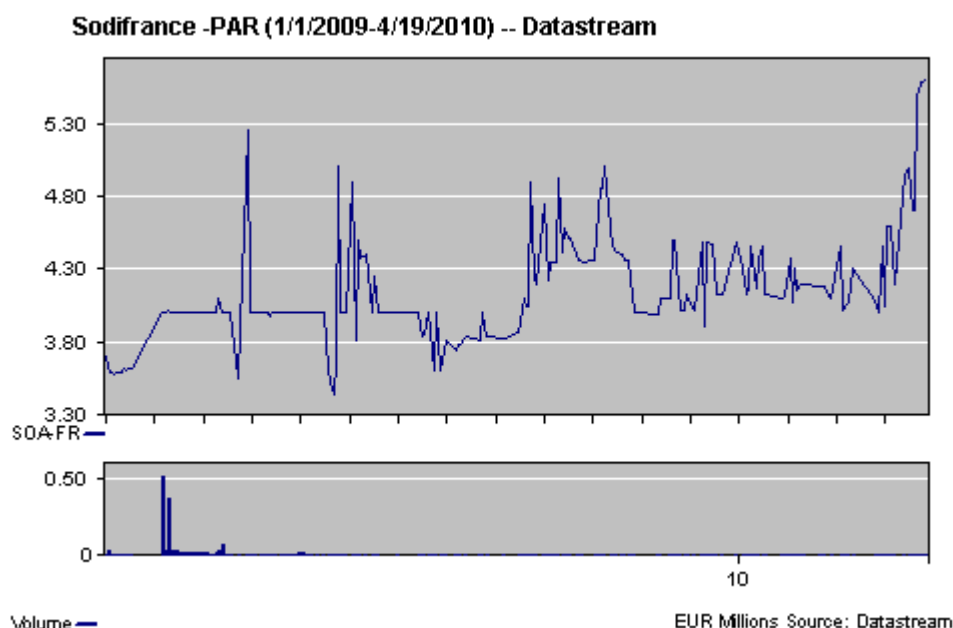
ANC par action	
K€	31/12/2009
Capitaux propres	15 402
Intérêts minoritaires	22
Capitaux propres part du groupe	15 380
Nombre d'actions	3 207 426
ANC par action	4,80

Il nous a été confirmé l'absence d'élément hors exploitation.

3.4 Référence au cours de bourse

3.4.1 Historique des cours de bourse

Depuis l'introduction en bourse de Sodifrance en 1999 au prix de 13 €, le cours a connu de larges variations, avec un plus haut de 66 € en 2000, au plus fort de la bulle internet et un plus bas de 1,95 € en 2008 ; nous avons mis en avant ici son évolution sur les douze derniers mois :



Le graphe ci-dessus appelle les commentaires suivants :

- les volumes traités sont très faibles, les pics de transaction représentant moins de 3% du flottant,
- postérieurement à l'OPA de 2009, on observe de novembre 2009 à fin mars 2010 que le cours évolue dans une fourchette comprise entre 4 € et 4,5 €,
- depuis fin mars 2010 et jusqu'à ce jour, le cours ne cesse de s'apprécier, pour atteindre 5,60 € au 19 avril 2010, sans toutefois que les volumes deviennent significatifs.

3.4.2. Prime du prix d'offre par rapport au cours de bourse

Avec un prix d'offre proposé à 5,30 € par action Sodifrance, les primes par rapport au dernier cours de bourse et au cours moyen pondéré par les volumes du dernier mois s'élèvent respectivement à - 5,4% % et 7,0 % :

€	Cours Moyen Pondéré	Prime
19/04/2010	5,60	-5,4%
1 mois	4,96	7,0%
3 mois	4,76	11,4%
6 mois	4,51	17,5%
12 mois	4,33	22,4%

3.4.3. Cours de bourse cible

Pour mémoire, la plus récente note d'analyste dont nous avons connaissance remonte à début 2009 ; compte tenu de son ancienneté, nous n'en avons pas tenu compte.

3.4.4. Synthèse

Le marché apprécie la valeur du titre en moyenne 1 mois - 3 mois à environ 4,85 €, que nous retenons comme maximum dans l'appréciation de la prime induite par le prix d'offre de 5,30 €, la récente hausse n'étant pas étayée par des volumes suffisants.

Les faibles volumes relativisent la pertinence du cours de bourse en tant que critère d'évaluation.

3.5 Approche de valorisation analogique fondée sur les comparables boursiers

3.5.1. Etendue et composition de l'échantillon

A partir des analyses sectorielles, des bases de données financières et des notes d'analystes que nous avons recueillies³³, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le même secteur d'activité que Sodifrance et cotées sur Euronext Paris :

- Aedian
- Infotel
- SQLI
- Aubay
- Neurones
- Groupe Open
- Osiatis

Nous n'avons pas retenu les sociétés suivantes citées par certaines sources, en raison de leur taille trop importante ou trop faible, ou bien de la disparité de leurs principaux métiers avec les activités de Sodifrance :

- Groupe Steria
- Bull
- Metrologic Group
- Prodware
- Sword Group
- Octo Technology
- IT Link
- Atos Origin
- Solucom

Le descriptif détaillé des sept comparables précités (précisions sur l'activité, données clés et répartition du chiffre d'affaires) figure en annexe 7.

³³ Notamment les bases de données Thomson One et Infanciales et les notes de Sadif, Datamonitor et Portzamparc.

3.5.2. Modalités de calcul des multiples d'EBIT et d'EBITDA

Afin de calculer les ratios VE/EBITDA et VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés aux éléments suivants :

- la valeur d'entreprise de chaque société en date du 16 avril 2010,
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT au titre de 2010 et 2011 (pour l'ensemble des sociétés comparables) issues de consensus d'analystes.

Au vu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne de la plupart des sociétés composant le panel de comparables et celle de Sodifrance au 16 avril 2010, nous considérons qu'il conviendrait en théorie d'appliquer une décote de taille aux multiples de VE utilisés afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société ; nous l'avons toutefois volontairement écartée, afin d'extérioriser le maximum de valeur par l'évaluation comparative.

3.5.3. Présentation des multiples par société et calcul des médianes

Nous n'avons présenté ci-dessous que les multiples pour les années 2010 et 2011, considérant que seuls ces multiples (*i.e.* à l'exclusion de ceux de 2009³⁴), peuvent être utilisés dans le cadre de la valorisation de l'action Sodifrance au 31 décembre 2009. Pour pallier l'absence de données sur certaines sociétés de l'échantillon, indiquée en gris dans les deux tableaux ci-dessous, nous avons confronté les multiples médians obtenus à partir de deux bases de données financières³⁵ :

Source : Thomson One Banker / Ledouble SA

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBIT 2010	VE/EBIT 2011	VE/EBITDA 2010	VE/EBITDA 2011
Aedian	7	5,0	5,0	5,0	5,0
Infotel	66	5,3	5,3	5,3	4,8
SQLI	41	9,2	4,6		
Aubay	66	7,6	5,7	6,8	5,2
Neurones	167	5,9	5,3	5,1	4,7
Groupe Open	72	8,4	4,5	5,8	4,0
Osiatis	68	6,9	6,3	6,9	6,3
Médiane de l'échantillon		6,9	5,3	5,6	4,9

Source : Infanciales

Société	Capitalisation (M€)	VE/EBIT 2010	VE/EBIT 2011	VE/EBITDA 2010	VE/EBITDA 2011
Aedian	7	3,2		2,7	
Infotel	66	5,2	4,8	4,6	4,3
SQLI	41	9,9	5,6	7,9	4,1
Aubay	66	7,9	6,3	7,1	5,8
Neurones	167	5,7	5,2	5,2	4,7
Groupe Open	72	7,5	5,0	5,3	4,5
Osiatis	68	6,9	5,5	7,2	
Médiane de l'échantillon		6,9	5,3	5,3	4,5

3.5.4. Présentation pour mémoire des multiples non retenus

Le tableau ci-dessous présente, à titre purement indicatif, les multiples³⁶ de chiffre d'affaires et les PER³⁷, que nous avons écartés pour les raisons mentionnées au § 3.2.2.

³⁴ Dès lors que l'endettement net déduit de la valeur d'entreprise obtenue par les multiples pour aboutir aux capitaux propres est en date du 31 décembre 2009 (§ 3.1.3).

³⁵ Thomson One Banker et Infanciales ; Les zones grisées indiquent des données non disponibles.

³⁶ Au 16 avril 2010.

³⁷ Il convient de rappeler que les PER sont des multiples des capitaux propres.

Source : Thomson One Banker / Ledouble SA

Société	Capitalisation (M€)	P/E 2010	P/E 2011	VE/CA 2010	VE/CA 2011
Aedian	7	24,7	9,9	0,1	0,1
Infotel	66	10,8	10,0	0,5	0,5
SQLI	41	12,7	7,1	0,3	0,3
Aubay	66	12,1	9,6	0,5	0,4
Neurones	167	13,4	12,4	0,5	0,5
Groupe Open	72	13,9	8,9	0,3	0,2
Osiatis	68	12,1	10,9	0,3	0,3
Médiane de l'échantillon		12,67	9,88	0,32	0,31

Source : Infineals

Société	Capitalisation (M€)	P/E 2010	P/E 2011	VE/CA 2010	VE/CA 2011
Aedian	7	9,9		0,09	
Infotel	66	10,62	9,91	0,44	0,42
SQLI	41	15,47	8,59	0,28	0,27
Aubay	66	12,8	9,91	0,48	0,47
Neurones	167	13,4	12,34	0,51	0,48
Groupe Open	72	12,79	9,41	0,24	0,23
Osiatis	68	10	11,02	0,33	0,31
Médiane de l'échantillon		12,79	9,91	0,33	0,37

3.5.5. Synthèse

En appliquant ces multiples aux données d'EBIT et EBITDA estimées par le management sur les années 2010 et 2011 aux termes du plan d'affaires, nous encadrons la valorisation de l'action Sodifrance entre 3,33 € et 5,21 €, soit une prime par rapport au prix de l'offre comprise entre 59,0% et 1,7%, étant rappelée l'absence délibérée de notre part de toute décote de taille :

Multiples Thomson	EBIT 2010	EBIT 2011	EBITDA 2010	EBITDA 2011
Prévision Sodifrance (M€)	2,15	2,39	3,35	3,64
Multiple médian retenu	6,9	5,3	5,6	4,9
VE estimée (M€)	14,85	12,71	18,73	17,84
Endettement net (M€)	-2,02	-2,02	-2,02	-2,02
Valeur des capitaux propres	12,83	10,69	16,70	15,82
Nombre d'actions Sodifrance	3 207 426	3 207 426	3 207 426	3 207 426
Valeur de l'action	4,00	3,33	5,21	4,93
Prix de l'offre	5,30	5,30	5,30	5,30
Prime en %	32,5%	59,0%	1,76%	7,5%

Multiples Infineals	EBIT 2010	EBIT 2011	EBITDA 2010	EBITDA 2011
Prévision Sodifrance (M€)	2,15	2,39	3,35	3,64
Multiple médian retenu	6,9	5,3	5,3	4,5
VE estimée (M€)	14,86	12,73	17,59	16,34
Endettement net (M€)	-2,02	-2,02	-2,02	-2,02
Valeur des capitaux propres	12,84	10,71	15,57	14,32
Nombre d'actions Sodifrance	3 207 426	3 207 426	3 207 426	3 207 426
Valeur de l'action	4,00	3,34	4,85	4,47
Prix de l'offre	5,30	5,30	5,30	5,30
Prime en %	32,4%	58,8%	9,2%	18,7%

3.6 Approche de valorisation intrinsèque fondée sur la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou Discounted Cash Flow (DCF)

3.6.1 Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme.

Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC ») combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles la valeur des actifs hors exploitation (s'il y a lieu) et en est déduit l'endettement financier net.

3.6.2 Plan d'affaires de la société Sodifrance

Le plan d'affaires sur la base duquel l'établissement présentateur et nous-mêmes avons procédé à la valorisation de la société a été établi par le management de Sodifrance, avec un horizon de prévision explicite allant de 2010 à 2014 voire 2015³⁸. Ces mêmes prévisions ont été utilisées dans le cadre du test de dépréciation des actifs incorporels réalisé pour l'établissement des comptes consolidés certifiés au 31 décembre 2009.

Pour 2010, première année de prévision, le business plan prévoit un chiffre d'affaires inférieur de l'ordre de 2 M€ par rapport au budget. Cet écart nous a été présenté par le management de Sodifrance comme la conséquence d'une différence d'approche entre ces deux types de prévisions. En effet, le budget est avant tout un exercice de fixation des objectifs commerciaux de développement du chiffre d'affaires et revêt de ce fait un caractère plus ambitieux.

Afin de nous assurer que les prévisions élaborées par le management de Sodifrance ne procèdent pas d'une vision trop restrictive de l'activité de la société, qui pourrait avoir un impact défavorable sur la valorisation de l'action, nous avons confronté le réel 2009 au budget 2009 et constaté que, pour cette année marquée par un fort ralentissement du secteur, les réalisations ont été significativement inférieures au budget ; ce constat est d'ailleurs identique à l'examen de la comparaison entre les prévisions et les réalisations de 2008. Il convient toutefois de noter que la dérive du budget 2009, élaboré selon une approche *top down*, a eu pour conséquence la révision du processus budgétaire, élaboré pour la première fois selon une approche *bottom-up* pour 2010.

Les données prévisionnelles du plan d'affaires 2010 à 2015 se basent sur les principales hypothèses suivantes :

- un taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires de 4%, avec un atterrissage à 3% dès 2013,

³⁸ Dans le cas du plan d'affaires élaboré à fin décembre 2009 (impairment test).

- un taux de marge cible de 5,4%, atteint dès 2013, inférieur au taux observé en 2009, compte tenu des incertitudes pesant sur le secteur (cf. § 2.2).

Pour la période d'étirement du plan d'affaires, de 2016 à 2019, nous avons retenu une progression annuelle du chiffre d'affaires convergeant linéairement des 3% prévus en 2015 aux 1,5% utilisés pour le calcul de la valeur terminale et celui du chiffre d'affaires 2019. Nous avons reconduit sur cette période le taux d'EBITDA sur chiffre d'affaires de 5,4% prévu en 2015.

Comme indiqué plus haut (§ 3.1.1.1), les prévisions d'investissements et de variation de BFR, qui ne figurent pas dans les prévisions du management de Sodifrance, ont été élaborées par nos soins, sur les hypothèses suivantes :

- les investissements représentent 2% du chiffre d'affaires, globalement en ligne avec la proportion observée en 2009 et le niveau retenu dans le cadre de l'impairment test au 31 décembre 2009,
- la variation de BFR a été calculée en tenant compte, d'une part, du niveau de BFR observé au 31 décembre 2009, après retraitement en dette de l'earn-out d'acquisition API et de l'avance reçue de BT relative à Datalliance (§ 3.1.3.1) et, d'autre part, d'un BFR cible positionné à l'issue de l'horizon de prévision retenu dans l'impairment test au 31 décembre 2009, soit l'année 2015. Tant le BFR au 31 décembre 2009 que le BFR cible 2015 ont été exprimés en nombre de jours de chiffre d'affaires, respectivement – 5 jours (ressource de trésorerie) et 17 jours (besoin de trésorerie). Cette cible de 17 jours (besoin de trésorerie) a été calculée en corrigeant le BFR au 31 décembre 2009 après les retraitements cités plus haut, du montant de l'écart entre la trésorerie de clôture à cette même date et la moyenne des trésoreries de fin de mois de l'année 2009, cette moyenne reflétant mieux le niveau structurel de la trésorerie de Sodifrance (§ 3.1.3.2). Notre approche de modélisation de la variation de BFR a donc consisté à faire converger le BFR 2009 avec le BFR cible. Pour les années 2016 à 2019, nous avons reconduit le BFR cible 2015 de 17 jours (besoin de trésorerie) de chiffre d'affaires, rapporté au chiffre d'affaires de chaque année de 2016 à 2019.

3.6.3 Estimation de la valeur terminale

La valeur terminale au terme du plan d'affaires a été déterminée de façon usuelle en actualisant un flux normatif sur un horizon infini ; les hypothèses retenues pour déterminer ce flux sont les suivantes :

- le chiffre d'affaires normatif correspond au chiffre d'affaires 2019 majoré d'un taux de croissance de 1,5 %³⁹,
- le ratio normatif « EBITDA / Chiffre d'affaires » a été arrêté à 5,4%, étant observé que la valeur observée en 2009 est de 6,3% et que sa moyenne sur la période 2010 à 2014 est de 5,3%,
- le montant de la dotation aux amortissements « normatifs » retenu correspond à au montant normatif des investissements ; nous considérons ainsi implicitement qu'il n'y a pas lieu de tenir compte d'un investissement additionnel à perpétuité,
- le montant des investissements « normatifs » est égal à 2% du chiffre d'affaires, proportion identique à celle retenue sur l'ensemble de l'horizon de prévision explicite,

³⁹ On notera pour mémoire que le taux de croissance perpétuel employé dans les tests de dépréciation des actifs à fin 2009 était inférieur (1%).

- nous avons considéré que le taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaires, associé à une certaine maturité de l'activité, ne justifie pas d'intégrer dans le flux normatif une variation de BFR.

3.6.4 Détermination du taux d'actualisation

En retenant la structure financière existant au 31 décembre 2009 et par application de la formule du Medaf, nous estimons le coût moyen pondéré du capital à **8,78%**. La faiblesse apparente de ce taux provient essentiellement du beta des comparables. Nous avons considéré que le profil de risque de Sodifrance était plus élevé que le profil moyen de l'échantillon, notamment en raison de la situation moyenne de trésorerie observée en 2009, nettement inférieure à la situation de trésorerie au 31 décembre 2009 (§ 3.1.3.2) et, plutôt que d'élargir l'échantillon des comparables ou retenir une prime spécifique, nous en avons tiré les conséquences sur le plan d'affaires, sans toutefois retoucher les données explicitées par le management sur la période 2010 à 2014 (§ 3.1.1.1).

Pour les besoins de notre analyse de sensibilité des valorisations, nous avons simulé plusieurs scénarii dans une fourchette de taux d'actualisation comprise entre **7,78%** et 9,78%, autour du taux de croissance perpétuel central de 1,5% (§ 3.6.5).

S'agissant de l'application de la méthode DCF, les flux espérés (cash flows d'exploitation) ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital.

Le coût des fonds propres a été estimé à partir de la formule du MEDAF⁴⁰ dont les composantes sont les suivantes :

- taux sans risque : 3,41%, soit le taux actuariel de l'adjudication d'OAT 10 ans au 1er avril 2010,
- prime de risque du marché français: 6,22%, correspondant à la moyenne entre la prime de risque Detryat CAC Mid 100 et la prime de risque Natixis Securities CAC 40 à fin mars 2010,
- coefficient beta « endetté » : 0,96 : nous avons utilisé pour chacune des sociétés comparables le beta « endetté » de l'action par rapport à son marché de référence issu de la base Datastream ; par mesure de simplification, nous avons considéré comme nul le beta de la dette pour les différentes sociétés et avons donc calculé le beta « désendetté » ou beta de l'actif économique.

⁴⁰ Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) est utilisé pour évaluer des actions dans un marché en équilibre. Il est basé sur le fait que seul le risque de marché, ou risque non diversifiable, est rémunéré par les investisseurs dans un tel marché. La rentabilité exigée par un investisseur est alors égale au taux de l'argent sans risque majoré d'une prime de risque uniquement liée au risque de marché de l'actif.

Les résultats obtenus sont les suivants :

	Beta endetté	VE	Capitalisation	Dette Nette	tx IS normatif	Beta désendetté
Aedian	0,83	5,00	7,00	-2,00	34,43%	1,02
Infotel	0,63	48,00	66,00	-18,00	34,43%	0,77
SQLI	1,15	46,00	41,00	5,00	34,43%	1,06
Aubay	0,86	68,00	66,00	2,00	34,43%	0,84
Neurones	0,41	117,00	167,00	-50,00	34,43%	0,51
Groupe Open	0,86	76,00	72,00	4,00	34,43%	0,83
Osiatis	1,25	76,00	67,00	9,00	34,43%	1,15
Moyenne Echantillon	0,86					0,88

Source : Thomson One / Datastream

Nous avons ensuite recalculé le beta endetté de l'action Sodifrance à partir d'un beta désendetté moyen de 0,88. Notre évaluation ayant lieu dans le cadre d'une opération de retrait, où l'actionnaire majoritaire et initiateur contrôle déjà la cible, nous n'avons pas retenu une structure financière cible mais la structure financière existant au 31 décembre 2009. En tenant compte d'un taux d'impôt normatif de 34,43% (§ 3.1.2), nous aboutissons à un beta « réendetté » de l'action Sodifrance de **0,96**.

Etant donné l'homogénéité de l'échantillon de comparables à partir duquel a été calculé le beta, nous n'avons pas retenu de prime de risque spécifique.

Le coût de la dette avant impôt de 6,43% correspond au rapport entre le coût de l'endettement brut et la moyenne arithmétique des emprunts au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2009.

Sur cette base, le coût des fonds propres s'établit à **9,35%**⁴¹.

En retenant la structure financière existant au 31 décembre 2009 et par application de la formule du Medaf, nous estimons le coût moyen pondéré du capital à **8,78%**. Pour les besoins de notre analyse de sensibilité des valorisations, nous avons simulé plusieurs scénarii dans une fourchette de taux d'actualisation comprise entre **7,78%** et **9,78%**, autour du taux de croissance perpétuel central de 1,5% (§ 3.6.5). Le montant relativement faible de la dette nette (1,9 M€) par rapport à la valeur d'entreprise est un facteur explicatif de la sensibilité du modèle DCF aux paramètres d'évaluation.

⁴¹ $3,41\% + 0,96 \times 6,22\% = 9,35\%$.

3.6.5 Détermination de la valeur d'entreprise

En retenant une croissance à l'infini de **1,5%**⁴² et un taux d'actualisation médian de **8,78%**, nous positionnons la valeur centrale d'entreprise au 31 décembre 2009 à **17,9 M€** :

VE (M€) taux de croissance	taux d'actualisation				
	7,78%	8,28%	8,78%	9,28%	9,78%
1,00%	20,1	18,5	17,1	15,8	14,7
1,25%	20,7	19,0	17,5	16,2	15,0
1,50%	21,4	19,5	17,9	16,6	15,4
1,75%	22,1	20,1	18,4	17,0	15,7
2,00%	22,8	20,7	18,9	17,4	16,1

3.6.6 Synthèse

Au 31 décembre 2009, la valeur des capitaux propres de la Société selon la méthode des DCF, au centre de la table de sensibilité ci-dessus (§ 3.6.5) est estimée à **16 M€**, et se ventile comme suit :

- valeur d'entreprise de 17,9 M€ (cf. supra),
- dette nette : 1,9 M€ (§ 3.1.3),

soit une valeur de l'action de **4,99 €** sur laquelle le prix d'offre de 5,30 € fait ressortir une prime de **6,2%**.

Nous présentons ci-dessous la table de sensibilité au centre de laquelle se situe la valeur unitaire de l'action Sodifrance de 4,99 € à laquelle nous nous référons :

Valeur de l'action taux de croissance	taux d'actualisation				
	7,78%	8,28%	8,78%	9,28%	9,78%
1,00%	5,68	5,16	4,72	4,34	4,00
1,25%	5,86	5,32	4,85	4,45	4,09
1,50%	6,06	5,49	4,99	4,57	4,19
1,75%	6,28	5,67	5,14	4,69	4,30
2,00%	6,52	5,86	5,31	4,83	4,42

3.7 Prix de revient des titres Sodifrance dans les comptes de HP2M à fin 2009

Les titres Sodifrance sont enregistrés dans les comptes de HP2M à leur coût historique. Le coût moyen pondéré des titres en portefeuille au 31 décembre 2009 est en cohérence avec le prix d'offre de 4 € de début 2009 (§ 1.2.1).

⁴² Pour mémoire, le taux de croissance à l'infini retenu dans les tests d'impairment à fin 2009 est de 1%.

3.8 Offres antérieures

Il nous a été confirmé que Sodifrance n'a fait l'objet d'aucune offre ni manifestation d'intérêt récente et formalisée, antérieurement à la présente opération, autre que l'OPA initiée par HP2M en 2009, au prix d'offre de 4 € par action Sodifrance.

3.9 Synthèse de nos travaux

Les valeurs que nous obtenons à l'issue de notre évaluation multicritères dégagent une prime plus ou moins importante sur l'ensemble de ces critères⁴³, en comparaison du prix d'offre de 5,30 €, étant observé que sur la base du cours de bourse, appréhendé sur la période des douze derniers mois, l'opération confère apparemment une liquidité appréciable aux apporteurs :

	€ / action	% prime
Prix de l'offre 2010	5,30	
Multiple d'EBIT 2011	3,33	59,03%
Multiple d'EBIT 2010	4,00	32,46%
Prix de l'offre 2009	4,00	32,50%
Cours moyen pondéré - 12 mois	4,33	22,45%
Cours moyen pondéré - 6 mois	4,51	17,50%
Cours moyen pondéré - 3 mois	4,76	11,36%
Actif Net Comptable	4,80	10,42%
Cours moyen pondéré - 1 mois	4,96	6,96%
Multiple d'EBITDA 2011	4,93	7,49%
DCF	4,99	6,21%
Multiple d'EBITDA 2010	5,21	1,76%
Cours spot au 19/04/2010	5,60	-5,36%

⁴³ Les résultats obtenus par les multiples 2011 sont mentionnés pour mémoire.

4 Analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur

Nous avons examiné l'évaluation de Portzamparc sur la valeur de l'action Sodifrance et avons discuté avec ses auteurs de leurs calculs et de leurs conclusions.

4.1. DCF

L'analyse des approches respectives fait apparaître une divergence quant à l'estimation du coût du capital résultant essentiellement :

- d'un écart sur la prime de risque,
- d'un écart sur le beta « réendetté », en raison, d'une part, des divergences méthodologiques existant entre la base Datastream que nous avons utilisée, et la base Factset de Portzamparc, d'autre part, de la différence de composition de l'échantillon de comparables spécifiquement utilisé pour le calcul des betas.

Le tableau ci-dessous présente ces deux catégories d'écarts :

	Datastream / Ledouble		Factset / Portzamparc	
	Beta endetté	Beta désendetté	Beta endetté	Beta désendetté
Infotel	0,63	0,77	0,45	0,64
SQLI	1,15	1,06	1,16	0,90
Aubay	0,86	0,84	1,09	1,11
Neurones	0,41	0,51	0,43	0,66
Groupe Open	0,86	0,83	0,91	0,83
Osiatis	1,25	1,15	1,34	1,15
Moyenne échantillon commun	0,86	0,86	0,90	0,88
Aedian	0,83	1,02	non inclus	non inclus
Alten	non inclus	non inclus	1,19	1,19
CS Communication & Systèmes	non inclus	non inclus	1,16	2,84
GFI Informatique	non inclus	non inclus	1,60	1,03
Devoteam	non inclus	non inclus	1,44	1,77
Solucom	non inclus	non inclus	0,88	0,96
Sword Group	non inclus	non inclus	1,21	0,91
Moyenne échantillons divergents	0,83	1,02	1,25	1,45
Moyenne générale	0,86	0,88	1,07	1,17

Le différentiel provient presque exclusivement de l'élargissement de l'échantillon de Portzamparc à des sociétés que nous écartées en raison des différences d'activité et de taille qu'elles présentent avec Sodifrance :

Calcul du coût moyen pondéré du capital

	Portzamparc	Ledouble SA
Taux sans risque	3,41%	3,41%
Beta "réendetté"	1,31	0,96
Prime de risque de marché	6,07%	6,22
Coût des capitaux propres	11,40%	9,35%
Dette nette / Capitaux propres	13,00%	12,39%
CMPC / WACC	10,60%	8,78%

Par ailleurs nous nous démarquons de Portzamparc dans le mode de détermination, sur la période de prévisions, du BFR que nous avons, en ce qui concerne notre méthodologie, décrit plus haut (§ 3.6.2) ; l'établissement présentateur, en se référant au test d'impairment mis en œuvre fin 2009, a en effet postulé que :

- pluriannuellement seul le surplus de chiffre d'affaires par rapport à 2009 occasionnerait un besoin de trésorerie (en fonction d'un ratio standard),
 - la fraction de chiffre d'affaires de chaque exercice futur réalisée à proportion du montant de chiffre d'affaires de l'année 2009 générerait quant à elle un BFR invariant par rapport à celui observé en 2009 (soit une ressource de trésorerie).
- En définitive, le taux d'actualisation de Portzamparc (10,6%) est de 1,82% supérieur à celui que nous avons déterminé (8,78%). Pour autant la construction du BFR sur laquelle nos approches respective sont distinctes conduit sur la base de ces taux d'actualisation à des valeurs centrales par action très proches l'une de l'autre (5,03 € selon l'établissement présentateur versus 4,99 € selon nous).

Nos calculs respectifs de la dette nette concordent.

Au final, l'approche retenue par l'établissement présentateur aboutit à des flux de trésorerie supérieurs à ceux que nous avons déterminés, ce qui est toutefois sans incidence sur la valeur centrale de l'action Sodifrance que nous retenons conjointement (de l'ordre de 5 €) en raison de l'écart entre nos taux d'actualisation respectifs.

4.2. Multiples boursiers

Nous n'observons pas de divergence sur la nature des multiples utilisés. Notre échantillon de comparables boursiers recouvre par ailleurs celui de l'établissement présentateur ; nous y avons ajouté deux sociétés (Aedian et Groupe Open).

Nous avons en revanche privilégié pour chaque multiple une médiane en raison du spectre de multiples observé, l'établissement présentateur ayant pour sa part fait le choix d'une moyenne.

S'agissant de la dette nette à partir de laquelle les valeurs d'entreprise des comparables ont été obtenues, Portzamparc a utilisé pour chaque société de l'échantillon la dernière dette nette publiée disponible et obtenu la valeur des capitaux propres de Sodifrance en retranchant la

dette nette utilisée dans le cadre de la valorisation par la méthode DCF (§ 3.1.3.1). Notre approche nous a conduits à retrancher de la valeur d'entreprise issue des comparables une dette nette strictement comptable au 31 décembre 2009 après reclassement en dette de l'avance BT Datalliance et de l'earn-out API (§ 3.1.3.2).

Ces différences méthodologiques nous conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à une valeur par action contenue dans une fourchette de 3,33 € à 5,21 € encadrant les valeurs obtenues par les autres méthodes, contre 3,14 € à 5,15 € pour Portzamparc :

	Portzamparc	Ledouble SA
Multiple d'EBIT 2010	3,60	4,00
Multiple d'EBIT 2011	3,14	3,33
Multiple d'EBITDA 2010	5,15	5,21
Multiple d'EBITDA 2011	4,56	4,93

5 Conclusion

Le prix d'offre de 5,30 € par action est compatible avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritères et extériorise une prime pour chaque critère.

En conséquence, dans les conditions de marché actuelles, nous attestons que le prix de 5,30 € par action est équitable pour les actionnaires concernés par la procédure d'offre, incluant le retrait obligatoire, initiée par HP2M sur les actions de Sodifrance.

Fait à Paris, le 5 mai 2010.

Olivier CRETTE

ANNEXES

❑ Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA	Annexe 1
❑ Calendrier de l'étude	Annexe 2
❑ Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA	Annexe 3
❑ Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
❑ Composition de l'équipe Ledouble SA	Annexe 5
❑ Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA	Annexe 6
❑ Descriptif des comparables boursiers	Annexe 7

ANNEXE 1

PROGRAMME DE TRAVAIL ET REMUNERATION DE LEDOUBLE SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches sur Internet
- analyse de marché
- analyse de l'opération et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre et de sa volatilité
- rencontre avec le management de Sodifrance et des représentants de Portzamparc
- exploitation des éléments d'évaluation de l'établissement présentateur
- assistance à la conférence de presse de Syntec Informatique du 1^{er} avril 2010 organisée au Cercle National des Armées à Paris (« Logiciels & Services – Perspectives 2010 »)

2. Valorisation intrinsèque (Actif net comptable et DCF)

- revue des résultats historiques, de la structure financière et de la vie du groupe au travers des délibérations des assemblées générales et des rapports de gestion du directoire de la holding Sodifrance et des comptes consolidés semestriels et annuels (2006 à 2009)
- recherche de notes de brokers et de consensus d'analystes
- examen de la construction du plan d'affaires et des paramètres d'activité
- étude des paramètres financiers
- tests de sensibilité

3. Valorisation analogique (comparables boursiers et références transactionnelles)

- constitution d'un panel de « comparables »
- exploitation des notes de brokers les plus récentes sur cet échantillon
- recentrage du panel en fonction notamment des informations recueillies auprès du management et de l'établissement présentateur
- confrontation des multiples issus des bases de données et des dernières notes d'analystes
- recherche de références et de multiples transactionnels à partir des dernières offres publiques intervenues dans le secteur

ANNEXE 1

PROGRAMME DE TRAVAIL ET REMUNERATION DE LEDOUBLE SA (suite)

4. Rapport d'expertise

- réunions, vidéo-conférences et entretiens téléphoniques (*annexe 3*)
- rédaction d'une lettre de mission et d'une proposition de lettre d'affirmation destinées au Président du directoire de Sodifrance
- rédaction de l'attestation d'équité
- examen des notes d'information en vue de leur dépôt
- administration et supervision de la mission

5. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission s'établit à 25 000 € (hors taxes et frais de mission)

ANNEXE 2

CALENDRIER DE L'ETUDE

- 11 janvier au 17 janvier 2010
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance
 - Prise de connaissance générale et revue de l'historique⁴⁴
 - Analyse de l'opération et de son cadre juridique
 - Revue de l'évolution historique du cours de bourse et de la volatilité du titre
 - Etude détaillée des comptes consolidés semestriels et annuels (2006 à 2009⁴⁵) de Sodifrance
 - Premières demandes d'informations
- 18 janvier au 30 janvier 2010
 - Analyse du marché et de la situation concurrentielle de Sodifrance
 - Constitution et exploitation d'un panel de sociétés comparables⁴⁶
 - Premières approches de valorisation
- 1^{er} février au 28 mars 2010
 - Demandes d'informations complémentaires
- 29 mars au 18 avril 2010
 - Retour de la lettre de mission⁴⁷ et réunions avec le management et l'établissement présentateur
 - Revue du plan d'affaires en relation avec les comptes consolidés 2009
 - Exploitation de la documentation juridique
 - Analyse des projets de notes d'information destinées à l'AMF
 - Recadrage de l'échantillon de sociétés comparables
 - Examen des transactions antérieures
 - Participation à la conférence de presse de Syntec Informatique

⁴⁴ Au travers des informations disponibles sur le site Internet de la Société et de la documentation relative à l'offre antérieure de 2009 disponible sur le site de l'AMF.

⁴⁵ Hors comptes consolidés annuels 2009 à ce stade.

⁴⁶ Détermination des multiples de valorisation.

⁴⁷ Confirmation des termes de la réponse à l'appel d'offres.

ANNEXE 2

CALENDRIER DE L'ETUDE (suite)

- Prise de connaissance du projet de rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
- Demandes d'informations complémentaires
- Début de la rédaction du projet d'attestation d'équité
- 19 avril au 23 avril 2010
 - Finalisation des travaux de valorisation
 - Levée des points en suspens
 - Fin de la rédaction du projet d'attestation d'équité
 - Envoi et retour de la lettre d'affirmation
 - Diffusion du rapport d'expertise indépendante en vue du conseil de surveillance du 22 avril 2010 et de l'insertion dans le projet de note d'informations à l'AMF déposé le 23 avril 2010
- 26 avril au 5 mai 2010
 - Prise en compte à l'issue du dépôt du projet de note d'informations des observations de l'AMF
 - Diffusion du rapport d'expertise indépendante dans sa version définitive

ANNEXE 3

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES PAR LEDOUBLE SA

SODIFRANCE

M. Franck Mazin	Président du Directoire
M. Frédéric Rivière de Précourt	Directeur Administratif et Financier Membre du Directoire
M. Franck Neveux	Responsable comptable

PORTZAMPARC

M. Jean-Patrick Mousset	Directeur adjoint Département Corporate Finance
M. Vincent Le Sann	Analyste Financier Responsable du bureau d'analyse
M. Nicolas Royot	Analyste financier

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES

SODIFRANCE

Informations relatives à l'opération et à l'évaluation du titre Sodifrance

Portzamparc - Rapport d'évaluation Sodifrance avril 2010⁴⁸ (offre 2010).

Portzamparc – Rapport d'évaluation Sodifrance janvier 2009 (offre 2009).

Projet de note d'information établie par HP2M.

Projet de note d'informations à l'AMF de Sodifrance en réponse au projet d'offre publique d'achat visant les actions Sodifrance initié par HP2M.

Documentation juridique, nombre d'actions et de droits de vote visés par l'offre Sodifrance (15 avril 2010).

Informations comptables et financières

Exercice 2009

- Comptes annuels consolidés au 31 décembre 2009.
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels consolidés au 31 décembre 2009.
- Evolution mensuelle de l'en-cours de trésorerie en 2009.
- Comptes sociaux 2009.
- Rapport financier semestriel au 30 juin 2009.

Exercice 2008

- Document de référence 2008.
- Rapport financier semestriel au 30 juin 2008.

Exercice 2007

- Document de référence 2007.
- Bilan consolidé au 30 juin 2007.

⁴⁸ Versions successives en date du 12 avril, du 19 avril et du 30 avril 2010.

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Informations comptables et financières (suite)

Exercice 2006

- Document de référence 2006.
- Bilan consolidé au 30 juin 2006.

Autres informations contractuelles et relatives à l'offre antérieure

Facilities Agreement EUR 660.000 conclu entre Datalliance SAS et BT Services (13 octobre 2009).

Contrat d'affacturage.

Offre 2009 :

- Note d'information établie par HP2M (visa AMF n°09-023 du 3 février 2009).
- Note d'information présentée par Sodifrance en réponse au projet d'offre publique d'achat visant les actions Sodifrance initié par HP2M (visa AMF n°09-024 du 3 février 2009).
- Procès-verbal des délibérations de l'assemblée générale mixte du 16 janvier 2009.
- Pacte entre associés de la société HP2M du 16 janvier 2009.
- Contrat d'émission d'actions à bons de souscription d'actions HP2M du 16 janvier 2009.
- Contrat de prêt senior (4.500.000 €) du 16 janvier 2009.

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Autres informations contractuelles et relatives à l'offre antérieure (suite)

- Convention d'apports par Monsieur Franck Mazin, Madame Anne-Laure Mazin, Monsieur Yves Lennon à la société HP2M (22 et 29 décembre 2008).
- Protocole d'accord et avenant au protocole d'accord en date du 12 et du 15 décembre 2008.

Présentation de la société Sodifrance (2007).

Note d'information préliminaire relative à l'introduction au Second Marché de la Bourse de Paris du groupe Sodifrance (16 avril 1999).

Informations juridiques

Procès-verbaux des délibérations des assemblées générales mixtes du :

- 25 juin 2009 (exercice 2008),
- 13 juin 2008 (exercice 2007),
- 22 juin 2007 (exercice 2006).

Rapports de gestion du directoire aux assemblées générales mixtes du :

- 22 juin 2010 (projet),
- 25 juin 2009,
- 13 juin 2008,
- 22 juin 2007.

Procès-verbal des délibérations du directoire du 15 avril 2010 (en vue de l'affectation du résultat de l'exercice 2009 et de la distribution d'un dividende).

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Informations prévisionnelles

Business Plan 30.03.2010 et documents associés (offre 2010).

Business Plan 01.01.2010 (*impairment test* au 31 décembre 2009).

Business Plan 2008-2012 (offre 2009).

Budget 2010 (chiffre d'affaires et résultat opérationnel courant).

Comparaison entre le budget et le réalisé (2009 et 2008).

Etude de marché

Matrice SWOT Sodifrance – 2008.

Conférence de presse de Syntec Informatique du 1^{er} avril 2010 : « Logiciels et services – perspectives 2010 ».

Xerfi – Décembre 2009 : Les activités informatiques, Mars 2009 : Services informatiques.

Syntec Informatique (secteur des logiciels et services en France) – communiqués du 1^{er} avril 2010 et du 6 novembre 2009.

Bases de données : THOMSON ONE BANKER et IN FINANCIALS

Sociétés cotées comparables

Transactions comparables

Paramètres d'évaluation

Notes de brokers (comparables)

Multiples de valorisation

Historique de cours

ANNEXE 4

PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITEES (suite)

Notes d'analystes

Sadif Investment Analytics, Sodifrance SA, 15 janvier 2010.

Portzamparc (20 janvier 2009, 13 novembre 2008 et 19 septembre 2008).

Euroland Finance (27 septembre 2007, 19 juillet 2007, 23 mars 2007).

Datamonitor, Sodifrance SA, *Company Profile* (4 juin 2008, 13 février 2008, 11 décembre 2007).

Informations en ligne

<http://www.sodifrance.fr>⁴⁹

<http://www.amf-france.org>⁵⁰

<http://www.fininfo.fr>⁵¹

HP2M

Statuts.

Comptes simplifiés au 31 décembre 2009.

Portefeuille et valorisation au 31 décembre 2009 du compte titres de participation Sodifrance à l'actif de HP2M.

⁴⁹ Site de la société.

⁵⁰ Notes d'information antérieures visées par l'AMF et documents de référence.

⁵¹ Analyse des cours de bourse.

ANNEXE 5

COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours de 2009 et des trois années antérieures figurent en annexe 6. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (60 ans), Président de Ledouble SA

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de l'APEI
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Conduit régulièrement des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

Olivier Cretté (46 ans), Associé (signataire)

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, DEA en sciences de gestion
- Membre de l'APEI
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation
- Chargé d'enseignement au CNAM et à l'IAE de Paris

ANNEXE 5

COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE SA (suite)

Olivier CHARBONNEAU (44 ans), Directeur de mission

- Expert-comptable
- Intervient spécifiquement dans des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

Frédéric LEDOUBLE (36 ans), Associé (revue indépendante interne)

ANNEXE 6

EXPERTISES ET ANALYSES FINANCIERES INDEPENDANTES EFFECTUEES PAR LEDOUBLE SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
2010	Radiall*	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logements	Société Générale et CA LYON
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi*	SGCIB
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus*	CA LYON
2008	Réponse	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate
2007	HF COMPANY*	Europe Offering
2007	TOUAX*	Société Générale
2007	XRT	BNP Paribas
2007	Aufeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale
2006	Eurofins Scientific*	Europe Offering
2006	Airox	Société Générale
2006	Alain Afflelou	Lazard
2006	Camaïeu	Calyon
2006	Deveaux	BNP Paribas
2006	Elior	HSBC
2006	Société Foncière Lyonnaise	Calyon/UBS/Goldman Sachs
2006	Team Partners Group	Natexis Bleichroeder

* Options (BSAR / BSAAR)

ANNEXE 7

DESCRIPTIF DES COMPARABLES BOURSIERS

Sources : bases de données financières, sites internet des sociétés.

Société	Activité
Aedian	Aedian intervient dans les prestations d'ingénierie et de conseil en systèmes d'information, positionné historiquement sur les métiers de la banque et de l'assurance. Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 40,06 M€ - Résultat opérationnel : 0,44 M€ - Résultat net : 0,22 M€ - Total Bilan : 23,68 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o Prestation d'ingénierie en systèmes d 'information (59%) - o Consulting transverse et métier (41%) - Par marchés : - o Assurance et protection sociale (57%) - o Banques et institutions financières (36%) - o Secteur public et services (7%) - Par zone géographique : - o France (100%)

Société	Activité
Infotel	Infotel intervient dans le domaine des prestations de conseil, études, audit de systèmes informatiques, TMA (Tierce Maintenance Applicative) et TRA (Tierce Recette Applicative). Infotel est également éditeur de logiciels dans des domaines tels que l'aide à l'exploitation DB2 (sécurité, performance, management), la gestion des données et leur archivage, les applications de la dématérialisation ou la qualité et les performances des bases de données relationnelles. Infotel se présente comme une SSII spécialisée du web aux bases de données. Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 89,24 M€ - Résultat opérationnel : 6,96 M€ - Résultat net : 5,25 M€ - Total Bilan : 63,0 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o Services, développement et maintenance de grands systèmes d'information (93,6%) - o Edition de logiciels traitant les bases de données de gros volumes (6,4%) - Par marchés (pôle Services) : - o Industrie (41,8%) - o Banque / Finance (22,7%) - o Assurance / Retraite 17,4% - o Services / Transport / Télécom (15,6%) - o Administrations (2,5%) - Par zone géographique : - o France (92,3%) - o Europe et Etats-Unis (7,7%)

Société	Activité
SQLI	SQLI intervient dans le domaine des technologies et usages internet innovants et les nouvelles offres SAP (intégration de systèmes e-business et consulting SAP). Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 154,7 M€ - Résultat opérationnel : - 2,7 M€ - Résultat net : -3,0 M€ - Total Bilan : 127,1 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o Conseil, Solutions Métier et Web Agency (46 %) - o Intégration, ingénierie, TMA, centres de service & offshore (54%) - Par marchés : - o Forte exposition au secteur de la santé - Par zone géographique : - o Chiffre d'affaires réalisé principalement en France

Société	Activité
Aubay	Aubay intervient dans le conseil en technologies et l'intégration de systèmes d'information, systèmes industriels, réseaux et télécoms. Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 147,2 M€ - Résultat opérationnel : 8,0 M€ - Résultat net : 3,9 M€ - Total Bilan : 131,9 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o <i>Information ne correspondant pas à la segmentation des secteurs opérationnels retenue dans les comptes</i> - Par marchés (2008) : - o Finances (42%) - o Télécom (16%) - o Administrations (13%) - o Assurance (11%) - o Services (9%) - o Industrie (9%) - Par zone géographique : - o France (58,7%) - o Europe (41,3%)

Société	Activité
Neurones	Neurones intervient dans le conseil en management et les services informatiques (infrastructures et applications). Le groupe accompagne ses clients dans leurs projets de transformation, ainsi que dans l'évolution et l'infogérance de leur système d'information. Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 216,4 M€ - Résultat opérationnel : 19,1 M€ - Résultat net : 12,8 M€ - Total Bilan : 169 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o Services d'infrastructures (72%) - o Services applicatifs (19%) - o Conseil en organisation et management (9%) - Par marchés : - o Banque et assurance (31%) - o Services Distribution Transports (22%) - o Secteur public (17%) - o Energie Utilities Santé (15%) - o Industrie BTP (9%) - o Technologies Media Telecom (6%) - Par zone géographique : - o France (100%)

Société	Activité
Groupe Open	Groupe Open intervient dans le domaine des prestations de conseil, d'ingénierie applicative et des services aux infrastructures IT, à destination des grands comptes et des entreprises moyennes. Chiffres clés au 31 décembre 2009 - Chiffre d'affaires : 290,4 M€ - Résultat opérationnel : -21,1M€ - Résultat net : -23,6M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2009 - Par familles de produits : - o Ingénierie applicative (65%) - o Infrastructure et services (30%) - o Conseil (5%) - Par marchés : - o Banque Finance Assurance (33%) - o Industrie (17%) - o Services et Transport (15%) - o Telecom media (13%) - o Secteur public (11%) - o Energie (7%) - o Commerce et distribution (3%) - Par zone géographique : - o France (83,4%) - o International (16,6%)

Société	Activité
Osiatis	Osiatis intervient dans le domaine de l'exploitation et de la gestion des infrastructures informatiques. Chiffres clés au 31 décembre 2008 - Chiffre d'affaires : 239,5 M€ - Résultat opérationnel : 8,8 M€ - Résultat net : 4,7 M€ - Total Bilan : 161,0 M€ Répartition du chiffre d'affaires au 31 décembre 2008 - Par familles de produits : - o Prestations d'infogérances d'infrastructures (84,3%) - o Ingénierie et infogérance d'applications (15,7%) - Par marchés : - o Industrie (22%) - o Services et Transport (18%) - o Banque et assurances (16%) - o Energie (15%) - o Administrations (12%) - o Distribution et media (10%) - o Telecom (6%) - Par zone géographique : - o France (87,1%) - o Europe (12,9 %)

VI. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

A l'exception des fonds gérés par UNI EXPANSION OUEST, SYNERGIE FINANCE GESTION, SODERO GESTION, actionnaires de Sodifrance indirectement via HP2M, aucun membre du Conseil de Surveillance de Sodifrance ne détient d'action de la Société.]

VII. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE SODIFRANCE ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE

Néant.

VIII. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Sodifrance, prévues à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF, et seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

Cette diffusion sera faite suivant les modalités prévues au 3° de l'article 231-27 du Règlement Général de l'AMF.

IX. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Franck Mazin
Président du Directoire