

NOTE
PREPAREE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIEE
INITIEE PAR



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

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 (l'« AMF ») a apposé le visa n° 12-469 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société E.S.R. 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'AMF, le rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société ESR (www.esr.fr) et peut être obtenue sans frais auprès de :
E.S.R. SA, 2 rue de Paris, 92196 MEUDON 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 d'E.S.R. seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1 Motifs et contexte de l'Offre	5
1.1.1 Contexte de l'Offre	5
1.1.2 Description des modalités de rapprochement entre Osiatis et ESR	5
1.2 Déclarations de franchissement de seuils	8
1.3 Répartition actuelle du capital social d'ESR	8
1.4 Contexte juridique	8
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT ET ADDENDUM	14
3.1 Rapport de l'expert indépendant	14
3.2 Addendum en date du 26 septembre 2012 au rapport de l'expert indépendant du 30 aout 3012	58
4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	60
4.1 Promesse de Vente Conditionnelle	60
4.2 Plan d'intéressement de managers ESR	61
5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	62
5.1 Structure du capital	62
5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	62
5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	62
5.2.2 Accords entre actionnaires dont la société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote	63
5.2.3 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital et des droits de vote de la Société.	63
5.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	63
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	63
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	63
5.6 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants	63
5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	63
5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	63
5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts	64
5.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission, de rachat ou d'annulation d'actions	64
5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	65

5.10	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les dirigeants, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	65
6.	INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS ET DIRIGEANTS	65
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE	65

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société OSIATIS, société anonyme avec Directoire et Conseil de Surveillance, au capital de 15.300.000 euros, dont le siège social est sis au 1, rue du Petit Clamart, 78140 Vélizy Villacoublay, France, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 326 242 419 (« **OSIATIS** » ou l'« **Initiateur** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C) de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0004044337, propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société E.S.R., société anonyme au capital de 643.727,10 euros divisé en 12.874.542 actions de 0,05 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis Immeuble les Montalets, 2 rue de Paris, 92196 Meudon Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 342 504 412 (« **ESR** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C) de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000072969, d'acquérir la totalité de leurs actions ESR dans le cadre de l'offre publique alternative simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** ») qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF.

Les termes de l'Offre sont les suivants:

- Pour l'offre publique mixte simplifiée : 2,9 euros et de 2 actions Osiatis pour 13 actions E.S.R.;
- Pour l'offre publique d'achat simplifiée : 1,3 euro par action E.S.R.

Il est précisé que les actionnaires d'ESR pourront combiner comme ils l'entendent l'apport d'une partie de leurs actions à l'offre publique mixte simplifiée et l'apport de l'autre partie à l'offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 8.000.000 actions ESR dans le cadre de l'Augmentation de capital réservée à Osiatis réalisée le 14 septembre 2012 (telle que cette opération est décrite et définie à la section 1.1.2.1 de la présente note en réponse), qui a amené l'Initiateur à franchir à la hausse le seuil de 30% du capital et des droits de vote d'ESR. L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions ESR en circulation non détenues par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, soit sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, 4.874.542 actions ESR dont 104.206 actions ESR auto-détenues. Toutefois, la Société ESR a indiqué à la suite de la réunion du Conseil d'Administration du 14 Septembre 2012 que dans le cadre de l'Offre la Société n'apporterait pas à l'Offre les 104.206 actions ESR d'auto-détention.

En application de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de la société E.S.R. ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique alternative simplifiée, plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société E.S.R., OSIATIS se réserve la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique alternative simplifiée, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la société E.S.R. non apportées à l'offre publique alternative simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 1,3 euro par action E.S.R. égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

1.1 Motifs et contexte de l'Offre

1.1.1 Contexte de l'Offre

OSIATIS, une des principales SSII françaises, est reconnue comme un acteur de référence du marché des services aux infrastructures (conseil en architecture, ingénierie d'outils et de transformation vers le Cloud, infogérance de production et des environnements de travail, maintenance critique des systèmes et réseaux) et dans le monde des applications, comme un spécialiste des solutions connexes aux infrastructures (portails, collaboration, nomadisme, BI...). Avec un chiffre d'affaires 2011 de 280,1 millions d'euros, le Groupe, qui compte plus de 3 600 collaborateurs, est implanté en France, Autriche, Benelux, Espagne et au Brésil.

OSIATIS figure parmi les acteurs de référence du marché des Services Informatiques sur les segments des Services aux Infrastructures et de l'Ingénierie Applicative en France.

Sur la période récente, OSIATIS a procédé à plusieurs acquisitions destinées à consolider ses principales activités et sa présence sur d'autres marchés. En 2011, OSIATIS a acquis les sociétés Alcion (ingénierie applicative), Uptime (support Operating Systems) et Atexweb Rhône Alpes (activités d'architecture et d'infrastructure des nouvelles technologies) ainsi que des fonds de commerce issus des sociétés Conix et Feel europe.

Par ailleurs, en novembre 2011, OSIATIS est entrée au capital de la société brésilienne Interadapt, à hauteur de 19%, participation appelée à s'accroître dès 2012, avec l'option de devenir majoritaire ultérieurement.

Le rapprochement avec ESR s'inscrit donc dans le cadre de la poursuite de sa stratégie de développement et notamment sur le segment des télécoms jusqu'ici peu couvert par OSIATIS, ESR étant un acteur historique majeur en France de la gestion des services informatiques et télécoms.

En effet, le Groupe ESR est le principal spécialiste de la gestion des infrastructures informatiques et télécoms sur le marché français. Avec un chiffre d'affaires 2011 de 64,4 millions d'euros et près de 1 000 collaborateurs, le groupe est également présent, au travers d'ESR Consulting, sur le conseil en stratégie du Système d'Information en s'appuyant sur les fortes compétences développées en Sécurité, Stockage & Archivage, Réseaux & Télécoms et Virtualisation.

Toutefois, le Groupe ESR connaissant des difficultés financières et se trouvant dans une situation délicate, son adossement à OSIATIS devrait permettre l'apport à ESR par OSIATIS des capitaux nécessaires à la sortie des difficultés financières et de trésorerie rencontrées actuellement par la société, au renforcement de ses fonds propres et au retour d'une croissance solide.

1.1.2 Description des modalités de rapprochement entre Osiatis et ESR

La fixation des modalités du rapprochement entre OSIATIS et ESR fait suite à une série d'échanges entre l'Initiateur, ESR et Monsieur Jean-Guy Barboteau, Président-Directeur Général et principal actionnaire d'ESR, qui détenait, de façon directe et indirecte avant les opérations décrites ci-après, 46,80% du capital et 63,14% des droits de vote d'ESR¹, et qui détient, indirectement, à la date de la présente note en réponse 17,72% du capital et 17,91% des droits de vote d'ESR.

Le 29 juin 2012 dernier, les sociétés OSIATIS et ESR ont ainsi concomitamment annoncé être rentrées en négociation exclusive en vue du rapprochement des deux groupes. Le communiqué de presse commun relatif à cette annonce est disponible sur les sites internet d'OSIATIS (www.osiatis.com) et

¹ Pour les besoins de la présente note en réponse, les pourcentages de droits de vote ont été calculés sur la base des droits de vote théoriques conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

d'ESR (www.esr.fr). La conclusion de cet accord était soumise à la levée de certaines conditions préalables, dont les principales étaient la conduite par OSIATIS d'un audit confirmatoire sur le groupe ESR et l'accord de certains créanciers d'ESR.

Au vu des résultats de cet audit, du recul de l'activité d'ESR du 1er semestre 2012 (baisse de chiffre d'affaires de 7,1%) ainsi que des propositions des créanciers, et afin de pouvoir assurer les besoins de trésorerie à court terme d'ESR, les parties sont convenues de modifier les termes et conditions du projet de rapprochement annoncé le 29 juin 2012.

Ainsi, OSIATIS, OSIATIS FRANCE (société par actions simplifiée contrôlée par OSIATIS au capital de 3.675.000 euros, dont le siège social est situé 1, rue du Petit Clamart, 78140 Vélizy-Villacoublay, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 414 967 984 (« **OSIATIS FRANCE** »)), ESR et Monsieur Jean-Guy Barboteau ont conclu le 26 juillet 2012 un protocole d'accord définitif (le « **Protocole d'Accord** »).

La conclusion du Protocole d'Accord a fait l'objet d'un communiqué de presse commun à OSIATIS et ESR le 26 juillet 2012, disponible sur les sites internet d'OSIATIS (www.osiatis.com) et d'ESR (www.esr.fr).

Conformément au Protocole d'Accord, l'Offre fait suite à la réalisation des étapes décrites ci-après. L'Offre constitue la dernière étape du rapprochement entre OSIATIS et ESR.

1.1.2.1 Augmentation de capital d'ESR réservée à OSIATIS

L'assemblée générale mixte d'ESR a décidé, le 14 septembre 2012, une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires réservée à OSIATIS consistant en l'émission de 8.000.000 d'actions ordinaires nouvelles d'ESR, pour un prix de souscription de 0,50 euro par action nouvelle (correspondant à 0,05 euro de valeur nominale et à 0,45 euro de prime d'émission) (l'« **Augmentation de Capital Réservee** »), représentant une prime de +1,6% par rapport au cours moyen pondéré des 3 derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'opération le 29 juin 2012, et représentant un apport en numéraire d'un montant total (prime d'émission incluse) de 4.000.000 euros.

OSIATIS a souscrit le 14 septembre 2012 les 8.000.000 d'actions nouvelles ESR et payé à ESR 4.000.000 d'euros.

L'Augmentation de Capital Réservee a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF le 30 août 2012 sous le numéro 12-414 (le « **Prospectus** ») à raison de l'admission aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris de NYSE Euronext, prévue pour le 18 septembre 2012, des 8.000.000 actions nouvelles ESR souscrites par OSIATIS dans ce cadre. Des exemplaires du Prospectus sont disponibles sans frais au siège social d'ESR (Immeuble les Montalets, 2 rue de Paris, 92196 MEUDON Cedex), sur le site Internet de la Société (www.esr.fr) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

1.1.2.2 Réorganisation de la gouvernance d'ESR

Concomitamment à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee, le gouvernement d'entreprise d'ESR a été modifié le 14 septembre 2012, pour conférer une représentation majoritaire à OSIATIS au conseil d'administration d'ESR.

Ainsi, avec effet au 14 septembre 2012 date de réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee :

- Madame Anne-Marie Barboteau et Monsieur Yves Chapelain ont ainsi démissionné de leurs fonctions d'administrateurs de la Société ; et

- OSIATIS, représentée par Monsieur Jean-Maurice Fritsch, et OSIATIS France, représentée par Monsieur Bruno Grossi, ont été nommées administrateurs de la Société.

1.1.2.3 Apport par Monsieur Jean-Guy Barboteau de 2.239.948 actions ESR à Barboteau Participations

Concomitamment à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee, et conformément au pré-accord de principe convenu avec OSIATIS le 29 juin 2012 et au Protocole d'Accord, Monsieur Jean-Guy Barboteau a apporté à B Participations, société anonyme contrôlée par ce dernier, dont le siège social est situé 2, rue de Paris, 92190 Meudon, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 424 778 892 (« **B Participations** »), la pleine et entière propriété de 2.239.948 actions ESR libres de toute sûreté.

Les actions ESR apportées à B Participations l'ont été pour une valeur globale d'apport de 2.687.937,60 euros (soit une valeur unitaire de 1,20 euro).

Cette opération d'apport a entraîné la perte des droits de vote double attachés aux actions ESR apportées par Monsieur Jean-Guy Barboteau et qu'il détenait au nominatif depuis plus de quatre ans. A l'issue de cette opération d'apport, B Participations détient 2.281.131 actions ESR (décomposées entre les 2.239.948 actions ESR apportées à B Participations par Monsieur Jean-Guy Barboteau et les 41.183 actions ESR préalablement détenues par B Participations) représentant 17,72% du capital et 17,91% des droits de vote d'ESR.

1.1.2.4 Emission d'ORAN par B Participations souscrites par OSIATIS FRANCE²

Concomitamment à la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee et après réalisation de l'apport par Monsieur Jean-Guy Barboteau à B Participations de la pleine et entière propriété de 2.239.948 actions ESR (voir section 1.1.2.3 de la présente note en réponse), OSIATIS FRANCE a souscrit, pour un montant de 2,4 millions d'euros, à 1.846.154 obligations remboursables en actions existantes de la société ESR détenues par B Participations ou en numéraire (les « **ORAN** »), ceci afin de permettre le remboursement d'une dette personnelle de Monsieur Jean-Guy Barboteau et la levée corrélative d'un nantissement consenti au profit de son créancier sur une part substantielle de sa participation dans ESR.

Cet emprunt est remboursable au plus tard le 30 septembre 2015.

Les ORAN produiront un intérêt annuel capitalisé au taux de 4%, qui sera dû indépendamment du remboursement en actions ou en numéraire.

Le remboursement des ORAN est garanti par un nantissement accordé par B Participations à OSIATIS FRANCE sur une partie des actions ESR détenues par B Participations, puis à l'issue de l'Offre, sur 342.858 actions OSIATIS.

Cette garantie sera par ailleurs réduite à proportion, le cas échéant, des ORAN remboursées par anticipation.

A la date d'échéance et à défaut de remboursement en numéraire avant cette date, les ORAN seront remboursées en actions détenues directement ou indirectement par B Participations sur la base d'une action ESR pour une ORAN, et, à l'issue du transfert visé à la section 1.1.2.5 ci-dessous, par 342.857 actions OSIATIS.

² OSIATIS France est détenue à 99,99% par l'Initiateur de l'offre OSIATIS

1.1.2.5 Transfert de la participation dans ESR détenue par B Participations à OSIATIS

Monsieur Jean-Guy Barboteau, tant en son nom qu'au nom de B Participations, s'est engagé à l'égard d'OSIATIS, conformément au pré-accord de principe convenu avec OSIATIS le 29 juin 2012 et au Protocole d'Accord, à ce que B Participations transfère à OSIATIS la totalité de sa participation dans ESR, soit un total de 2.281.131 actions ESR à la date de la présente note en réponse (représentant à cette date 17,72% du capital et 17,91% des droits de vote d'ESR), à l'option d'OSIATIS :

- soit par apport à l'Offre Mixte ;
- soit (i) par cession de blocs à concurrence de 391.438 actions d'ESR (soit environ 17,16%), pour un prix unitaire de 1,30 euro par action ESR ; et (ii) par apport en nature de bloc, ou échange contre des actions OSIATIS existantes, selon un rapport d'échange de 13 actions OSIATIS pour 70 actions ESR à concurrence de 1.889.693 actions ESR contre 350.943 actions OSIATIS (soit environ 82,84%).

Dans l'hypothèse où OSIATIS opérerait pour la cession de blocs et l'apport de blocs en nature, OSIATIS utiliserait la délégation de compétence qui lui a été conférée par l'assemblée générale des actionnaires d'OSIATIS en date du 6 juin 2012 au titre de la 20ème résolution (autorisation au directoire à l'effet de procéder à une augmentation de capital en vue de rémunérer des apports en nature).

1.2 Déclarations de franchissement de seuils

En application des dispositions des articles 223-15-1 du règlement général de l'AMF et L.233-7 du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, le 18 septembre 2012, par courriers à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse le 14 septembre 2012 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3% et 50% du capital et des droits de vote d'ESR.

1.3 Répartition actuelle du capital social d'ESR

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote d'ESR, après réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et après réalisation de l'apport par Monsieur Jean-Guy Barboteau de 2.239.948 actions ESR à B Participations, étaient répartis comme suit :

Actionnaires	En capital		En droits de vote*	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Osiatis	8 000 000	62,14%	8 000 000	61,91%
B Participations	2 281 131	17,72%	2 314 131	17,91%
Autocontrôle	104 206	0,81%	104 206	0,81%
Public	2 489 205	19,33%	2 503 817	19,38%
Total	12 874 542	100,00%	12 922 154	100,00%

*Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.4 Contexte juridique

La présente Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur par l'article 234-2 du règlement général de l'AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'ESR qu'il ne détient pas en raison du franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société dans le cadre de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

En application de l'article 3, 4° de l'instruction 2006-07, il est précisé que l'avis motivé a été rendu par le Conseil d'administration dans sa nouvelle configuration, après réorganisation de la gouvernance d'ESR (voir 1.1.2.2), c'est-à-dire composé de Jean-Guy Barboteau, Osiatis (représentant permanent : Jean-Maurice Fritsch) et Osiatis France (représentant permanent Bruno Grossi). Jean-Guy Barboteau et Jean-Maurice Fritsch étaient présents, Bruno Grossi était absent mais représenté par Jean-Maurice Fritsch. 14 septembre

L'avis a été adopté à l'unanimité.

Extrait du procès-verbal du conseil d'administration du 14 septembre 2012 ayant rendu l'avis motivé sur l'Offre :

*« Le Président expose que le Conseil est réuni afin d'examiner le projet d'offre publique (l'« **Offre** ») qui devrait être déposé le 17 septembre 2012 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») par OSIATIS en application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'AMF.*

En application de l'article 231-19-4° du Règlement général de l'AMF, il est en effet demandé au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur le projet d'Offre qui pourrait être suivie, si les conditions légales et réglementaires sont remplies, de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Le Président rappelle à titre liminaire que :

- *dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservée et dans la perspective de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire qui s'en suivrait, la Société a désigné - en application des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du Règlement général de l'AMF et en tant que de besoin, de l'article 261-2 du Règlement général de l'AMF - le cabinet Bellot, Mullenbach & Associés en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») ;*
- *l'Expert Indépendant a remis le 30 août 2012, à l'attention du Conseil d'administration d'ESR, un rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité, sur les conditions financières de l'Augmentation de Capital Réservée, de l'Offre ainsi que du retrait obligatoire éventuel (l'« **Attestation d'Equité** ») ;*
- *les administrateurs ont reçu copie du projet de note d'information établi par OSIATIS ; et*
- *un projet de note d'information en réponse préparé par ESR, comprenant l'Attestation d'Equité, qui reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre leur a également été soumis.*

Il rappelle également que cette Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 30% par OSIATIS dans le capital et les droits de vote de la Société par suite de la réalisation ce jour de l'Augmentation de Capital Réservée.

L'Augmentation de Capital Réservée a été réalisée dans le but de permettre à la Société - qui connaît des difficultés financières, et se trouve dans une situation délicate, sa survie étant à risque à court terme - de (i) renforcer durablement ses fonds propres de sorte à faire face à ses échéances court et moyen terme et notamment de pouvoir procéder au remboursement programmé des dettes fiscales et sociales de la Société ayant fait l'objet d'un étalement ainsi que de retrouver une croissance solide.

Le Président rappelle enfin les termes de l'Offre aux administrateurs, tels que repris dans le projet de note d'information transmis par OSIATIS, et notamment qu'OSIATIS propose aux actionnaires d'ESR :

- *soit d'apporter leurs actions ESR à l'Offre en contrepartie d'une somme en espèces de 2,9 euros et de 2 actions OSIATIS pour 13 actions ESR (l'« **Offre Mixte** ») ;*

- soit d'apporter leurs actions ESR à l'Offre en contrepartie d'une somme en espèces de 1,3 euro par action ESR (l'« **Offre d'Achat** »).

Les actionnaires d'ESR pourront apporter leurs actions ESR, soit à l'Offre Mixte, soit à l'Offre d'Achat, soit combiner pour partie un apport de leurs actions à l'Offre Mixte et pour l'autre partie un apport à l'Offre d'Achat.

L'Offre sera ouverte pendant 15 jours de négociation.

L'Offre porte sur la totalité des actions d'ESR admises aux négociations sur le Compartiment C d'Euronext Paris existantes non détenues, directement ou indirectement, à ce jour par OSIATIS, soit un nombre maximum de 4.874.542 actions ESR, dont 104.206 actions auto-détenues.

Le Président rappelle en outre qu'il s'est engagé à l'égard d'OSIATIS, tant en son nom qu'au nom de B Participations, holding qu'il contrôle, à ce que B Participations transfère à OSIATIS la totalité de sa participation dans ESR, soit un total de 2.281.131 actions ESR (représentant à ce jour - à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et de l'apport par Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU de ses actions ESR à B Participations - 17,72% du capital et 18,05% des droits de vote d'ESR), à l'option d'OSIATIS :

- par apport à l'Offre Mixte ; ou
- (i) à concurrence de 391.438 actions d'ESR (soit environ 17,16%), par cession de bloc pour un prix unitaire de 1,30 euro par action ESR ; et (ii) à concurrence de 1.889.693 actions d'ESR (soit environ 82,84%) contre 350.943 actions OSIATIS, par apport en nature de bloc, ou échange contre des actions OSIATIS existantes, selon un rapport d'échange de 13 actions OSIATIS pour 70 actions ESR.

Le Président rappelle que cet engagement est plus amplement détaillé dans le projet de note en réponse qui a été préalablement remis aux administrateurs.

Le Président souligne enfin que, dans le cas où les actionnaires minoritaires d'ESR ne représenteraient, à l'issue de l'Offre, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'ESR, OSIATIS se réserve la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions ESR non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation de 1,3 euro par action ESR, égale au prix de l'Offre d'Achat. OSIATIS se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où à l'issue de l'Offre, elle viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote d'ESR et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-avant, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, en cas de détention d'au moins 95 % du capital d'ESR, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par OSIATIS.

Dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait pas être mis en œuvre, OSIATIS se réserve la possibilité de procéder à une fusion entre OSIATIS et ESR. L'opération serait alors soumise à l'AMF en application des dispositions de l'article 236-6 de son règlement général.

Les administrateurs passent alors à l'examen du projet de note d'information d'OSIATIS qui contient le rapport de Bryan Garnier & Co, établissement présentateur de l'Offre.

Le Président expose ensuite le projet de note en réponse d'ESR et rappelle notamment les conclusions de l'Expert Indépendant s'agissant de l'Offre :

« Concernant le prix proposé dans le cadre de l'Offre d'Achat, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, que nous retenons à titre principal en raison de la situation de retournement anticipée par le plan d'affaires d'ESR, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 1,11 € et 1,25 €, extériorisant des primes comprises entre 4,3 % et 17 %. Les valeurs issues des autres méthodes et critères retenus sont synthétisés dans le tableau suivant :

Méthodes / Critères	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 30-juin.2012)			Cours de bourse (Cours moyen pondéré au 29 juin 2012)				Méthode des comparables boursiers			Transactions comparables		
	Minimum ¹	Centrale ¹	Maximum ¹	6 mois	3 mois	20 jours de bourse	clôture au 29 juin 2012	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
Valeur par action ESR	1,11 €	1,18 €	1,25 €	0,83 €	0,63 €	0,50 €	0,54 €	n.a	0,64 €	1,28 €	n.a	0,92 €	n.a
Prime / décote	17,0%	10,6%	4,3%	56,5%	107,3%	158,2%	140,7%	n.a	102,8%	1,4%	n.a	41,0%	n.a

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal pour l'action ESR

S'agissant de l'Offre Mixte, compte tenu de la part en numéraire, nous avons calculé les primes et décotes en reconstituant une valeur d'échange de 2,90 € plus 2 actions Osiatis par rapport à 13 actions ESR, les actions des deux sociétés étant valorisées à méthode ou critère identique lorsque cela est possible. Dans la mesure où l'actionnaire peut choisir sans restriction entre l'Offre d'Achat et l'Offre Mixte, nous avons également comparé cette même valeur d'échange par rapport à 13 actions ESR d'une valeur de 1,30 €.

Méthodes / Critères	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 30-juin.2012)			Cours de bourse (Cours moyen pondéré au 29 juin 2012)				Méthode des comparables boursiers			Transactions comparables			Cours cible des analystes
	Minimum	Centrale	Maximum	6 mois	3 mois	20 jours de bourse	clôture au 29 juin 2012	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum	Juin - juillet 2012
Valeur par action Osiatis	6,04 €	6,65 €	7,25 €	5,60 €	5,57 €	5,18 €	5,05 €	5,83 €	6,55 €	7,27 €	7,24 €	8,12 €	9,00 €	7,30 €
Contre valeur action ESR (A)	1,15 €	1,25 €	1,34 €	1,08 €	1,08 €	1,02 €	1,00 €	1,12 €	1,23 €	1,34 €	1,34 €	1,47 €	1,61 €	1,35 €
Valeur par action ESR (B) (cf tabx. précédent)	1,11 €	1,18 €	1,25 €	0,83 €	0,63 €	0,50 €	0,54 €	n.a	0,64 €	1,28 €	n.a	0,92 €	n.a	n.a
Prime / décote (= A/B - 1) à méthode identique	3,7%	6,0%	7,4%	30,6%	72,2%	102,5%	85,2%	n.a	91,9%	4,6%	n.a	59,8%	n.a	n.a
Prix de l'offre d'achat (C)	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €
Prime / décote (= C/B - 1) sur le prix de l'Offre d'Achat	-11,3%	-4,2%	3,0%	-16,6%	-16,9%	-21,6%	-23,1%	-13,9%	-5,3%	3,2%	2,8%	13,3%	23,6%	3,6%

A méthodes et critères identiques, l'Offre Mixte présente globalement des primes, quoique moins élevées que l'Offre d'Achat, notamment pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie retenue à titre principal, qui présente même une légère décote sur la valeur centrale. Compte tenu d'une valeur d'ESR de 1,30 € par action proposée par l'Offre d'Achat, la valeur d'échange est nettement moins favorable à l'actionnaire d'ESR, ce qui est normal puisque l'Offre Mixte a été élaborée en fixant la valeur de l'action Osiatis à 7,00 €, alors que la plupart des critères et méthodes conduisent à une valeur d'Osiatis inférieure, en particulier le critère du cours de bourse. Par conséquent, il serait rationnel de la part d'un actionnaire d'ESR désireux d'accompagner le rapprochement des deux sociétés, d'apporter ses actions à l'Offre d'Achat, puis d'utiliser tout ou partie du produit de la vente pour acquérir des titres Osiatis sur le marché dont le cours s'établit actuellement à environ 5,40 €. Toutefois, mise en œuvre massivement, cette stratégie d'arbitrage pourrait se révéler inopérante en raison d'une hausse importante du cours d'Osiatis.

Par ailleurs, nous avons analysé les conditions dans lesquelles s'est réalisé le rapprochement entre les deux sociétés, ainsi que les opérations connexes à l'Offre auxquelles Monsieur Jean-Guy Barboteau est associé. Il convient de relever que le rapprochement entre ESR et Osiatis est l'aboutissement d'un processus de recherche qui a conduit la direction de la Société et ses conseils à entrer en contact avec une vingtaine de partenaires potentiels, financiers et industriels, parmi lesquels seul Osiatis a formulé une offre ferme et proposé un plan industriel. Concernant les opérations connexes, nous n'avons pas identifié d'éléments susceptibles d'impacter les conditions de l'Offre appréciée globalement et, partant, remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Compte tenu de l'ensemble de ce qui précède, notre opinion est que, d'une part, le prix de 0,50 € proposé dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à Osiatis est équitable d'un point de vue financier, et que, d'autre part les termes de l'Offre Publique Alternative Simplifiée proposant :

- un prix de 1,30 € par action ESR dans le cadre de l'Offre d'Achat,

ou

- la remise d'une somme de 2,90 € en espèces et 2 actions Osiatis, contre 13 actions ESR dans le cadre de l'Offre Mixte,

sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires d'ESR.

Dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois suivant l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 1,30 € par action ESR proposé dans ce cadre serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».

Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, et après en avoir débattu, le Conseil :

- constate, comme indiqué dans le rapport de l'Expert Indépendant, s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, que :
 - s'agissant du prix de l'Offre d'Achat, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, retenue à titre principal par l'Expert Indépendant en raison de la situation de retournement anticipée par le plan d'affaires d'ESR, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 1,11 euro et 1,25 euro, extériorisant des primes comprises entre 4,3 % et 17 %. Le prix de l'Offre d'Achat fait par ailleurs apparaître des primes encore plus significatives par rapport aux autres méthodes de valorisation telles que détaillées dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
 - le prix de l'Offre Mixte présente globalement des primes, quoique moins élevées que le prix de l'Offre d'Achat, notamment pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie retenue à titre principal, qui présente même une légère décote sur la valeur centrale ;
 - l'Expert Indépendant après avoir souligné que, s'agissant des opérations connexes à l'Offre auxquelles Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU est associé, il n'a pas identifié d'éléments susceptibles d'impacter les conditions de l'Offre appréciée globalement et, partant, de remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires, il conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ; et
 - s'agissant de la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire, l'Expert indépendant conclut que « dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois suivant l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 1,30 € par action ESR proposé dans ce cadre serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».
- constate que l'Offre permet une liquidité immédiate à un prix équitable dans le cadre de l'Offre d'Achat et permet d'accéder à la liquidité accrue de l'action OSIATIS dans le cadre de l'Offre Mixte. Les actionnaires ont le choix d'apporter à l'une ou l'autre des branches de l'Offre, ou de panacher leurs apports, étant notamment précisé que l'Offre d'Achat n'est affectée d'aucun plafond.
- constate que l'actionnaire fondateur, Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU, qui détient, indirectement, environ 17 % du capital de la Société, s'est d'ores et déjà engagé de manière irrévocable à apporter l'intégralité de ses titres à l'Offre Mixte.

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil d'administration souligne que l'opération projetée a un caractère amical. L'opération permettra de constituer un groupe solidement implanté sur l'ensemble des secteurs de clientèle et actif dans tous les domaines des services aux infrastructures informatiques et réseaux. Le renforcement d'OSIATIS dans le capital social de la

Société permettra à cette dernière de redynamiser son activité, d'adresser de nouveaux segments de marché et d'améliorer sa structure de coûts.

Le Conseil observe que, si la composition du Conseil a été modifiée après réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée afin de refléter le nouvel actionnariat, Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU continuera à assurer ses fonctions de Président-directeur général de la Société.

En ce qui concerne l'intérêt des salariés, OSIATIS a l'intention de poursuivre les engagements d'ESR dans le domaine des politiques sociales, et de l'emploi en cohérence avec la politique de ressources humaines actuellement en place chez OSIATIS. OSIATIS indique également dans son projet de note d'information que « le renforcement du contrôle de la Société par l'Initiateur s'inscrit dans une logique de développement et de renforcement de l'activité, et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par ESR en matière d'emploi ».

* * *

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide d'approuver, à l'unanimité de ses membres, le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information d'OSIATIS, et de recommander aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil arrête les termes de son avis motivé qui sera annexé au procès verbal de sa délibération, intégré au projet de note d'information en réponse et publié sous forme de communiqué.

Le Conseil donne mandat à Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU, Président-directeur général pour finaliser et signer le projet de note en réponse d'ESR.

Le Conseil décide enfin à l'unanimité de donner mandat à Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU, avec faculté de subdéléguer à toute personne de son choix, à l'effet :

- de préparer le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'ESR » ;*
- de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
- plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte d'ESR, toutes opérations et tous documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre.*

S'agissant de l'intention des administrateurs quant à l'apport à l'Offre des actions ESR qu'ils détiennent :

- Monsieur Jean-Guy BARBOTEAU, qui détient, indirectement, environ 17,7 % du capital de la Société, s'est d'ores et déjà engagé de manière irrévocable à apporter l'intégralité de ses titres à l'Offre Mixte ; et*
- OSIATIS FRANCE ne détenant pas à ce jour d'action ESR et OSIATIS étant l'initiateur de l'Offre, ces dernières n'apporteront pas d'actions ESR à l'Offre.*

Enfin, ESR n'apportera pas à l'Offre ses actions auto-détenues. »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT ET ADDENDUM

3.1 Rapport de l'expert indépendant

En application des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF et en tant que de besoin, de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été désigné par la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur l'Augmentation de capital réservée, l'Offre et le retrait obligatoire éventuel.

Ce rapport (et ses annexes) daté du 30 août 2012 est reproduit ci-après dans son intégralité :

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU PROJET
D'AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE ET
D'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
E.S.R.

1. Contexte de l'opération

Le groupe de services informatiques E.S.R. (ci-après « ESR » ou la « Société ») étant confronté à des difficultés financières récurrentes, dont l'évolution récente était susceptible de remettre en cause la continuité d'exploitation, Monsieur Jean-Guy Barboteau, son principal actionnaire et dirigeant, a initié début 2011 un processus de recherche d'un partenaire industriel ou financier en vue de l'adossement de la Société.

Cette démarche a conduit, le 26 juillet 2012, à la signature d'un Protocole d'Accord (ci-après le « Protocole ») entre ESR et Osiatis (ci-après « Osiatis » ou l'« Initiateur ») définissant les modalités et les étapes du rapprochement entre les deux groupes.

Ainsi, afin de doter la Société des moyens financiers nécessaires pour assurer ses échéances à compter de septembre 2012, Osiatis souscrira à une augmentation de capital réservée, décidée par l'Assemblée générale mixte d'ESR programmée le 14 septembre 2012, consistant en l'émission de 8 000 000 d'actions ordinaires nouvelles ESR au prix de souscription unitaire de 0,50 €, représentant un apport en numéraire de 4 000 000 €. Cette augmentation de capital confèrera le contrôle d'ESR à Osiatis qui détiendra alors plus de 62 % du capital et entrera au conseil d'administration d'ESR avec deux membres sur les trois qui composent le conseil.

Concomitamment à l'augmentation de capital réservée, Monsieur Jean-Guy Barboteau fera apport de la totalité de sa participation dans ESR à la valeur de 1,20 €³ par action ESR, à la société holding Barboteau Participations (ci-après « B Participations ») dont il est l'actionnaire quasi-unique. Parallèlement à cet apport, B Participations émettra 1 846 154 obligations remboursables en actions ESR (ou sa contrepartie en actions Osiatis, cf. ci-après) ou en numéraire (ci-après les « ORAN »), d'une valeur nominale de 1,30 €, soit un montant total de 2 400 000 €. Ces ORAN dont l'échéance est fixée au 30 septembre 2015, seront intégralement souscrites par Osiatis (ou sa filiale Osiatis France SAS) qui bénéficiera à titre de garantie d'un nantissement sur un nombre équivalent d'actions ESR (ou sa contrepartie en actions Osiatis), et produiront un intérêt capitalisé au taux de 4% l'an.

Enfin, Monsieur Jean-Guy Barboteau s'est engagé irrévocablement à ce que B Participations apporte l'intégralité de sa participation dans ESR à l'Offre Mixte au premier jour de l'Offre Publique, ou, à la

³ Cette opération d'apport est sans incidence sur les autres opérations envisagées et consiste à regrouper l'ensemble des actions détenues directement et indirectement par Jean-Guy Barboteau dans la société B Participations. La valeur d'apport de 1,20 € / action a été retenue par prudence compte tenu du cours actuel des actions Osiatis remises en échange.

demande d'Osiatis, de céder un bloc de 391 431 actions ESR à 1,30 € et de faire apport en nature du solde (soit 1 889 700 actions ESR), le tout au bénéfice d'Osiatis.

A l'issue de l'ensemble de ces opérations, le capital d'ESR sera contrôlé à près de 80% par Osiatis, comme présenté dans le tableau ci-dessous :

Actionnariat	Situation avant opérations		Opérations pré-offre		Situation pré-offre		Offre Publique ⁽²⁾		
	Nombre d'actions	%	Apports à B Part.	Aug. de Cap. sept. 2012	Nombre d'actions	%	Engagement d'apport/cession	Nombre d'actions	%
- Jean-Guy Barboteau	2 239 948	45,95%	(2 239 948)		-	0,00%		-	0,00%
- B Participations ⁽¹⁾	41 183	0,84%	2 239 948		2 281 131	17,72%	(2 281 131)	-	0,00%
Sous-total Jean-Guy Barboteau	2 281 131	46,80%	-		2 281 131	17,72%	(2 281 131)	-	0,00%
- Osiatis		0,00%		8 000 000	8 000 000	62,14%	2 281 131	10 281 131	79,86%
- Autodétention	104 260	2,14%			104 260	0,81%		104 260	0,81%
- Public	2 489 151	51,06%			2 489 151	19,33%		2 489 151	19,33%
Total	4 874 542	100,00%	-	8 000 000	12 874 542	100,00%	-	12 874 542	100,00%

⁽¹⁾ Société holding contrôlée par Monsieur Jean-Guy Barboteau

⁽²⁾ ou alternativement, cession et apport de blocs

Détenant plus de 30 % du capital d'ESR, Osiatis, en application de la réglementation en vigueur, est tenue de déposer une offre visant la totalité du capital d'ESR. Ainsi, Osiatis propose aux actionnaires d'ESR d'apporter leurs actions dans le cadre d'une Offre Publique Alternative Simplifiée (ci-après l'« Offre ») en contrepartie, au choix de l'actionnaire :

- soit d'espèces, sur la base d'un prix de 1,30 € par action ESR (ci-après l'« Offre d'Achat ») ;
- soit d'une remise d'une somme de 2,90 € en espèces et 2 actions Osiatis, contre 13 actions ESR (ci-après l'« Offre Mixte »).

A l'issue de l'Offre, si les actionnaires minoritaires d'ESR ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote, l'Initiateur prévoit la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à un prix identique à celui proposé à l'occasion de l'Offre d'Achat, soit 1,30 €. Si à l'issue de l'Offre, l'Initiateur détient au moins 95 % des droits de vote, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-avant, il se réserve la faculté de déposer un projet d'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'une procédure de retrait obligatoire. Afin de simplifier l'organisation du groupe, Osiatis n'exclut pas dans les 12 mois à venir la possibilité de réaliser, une fusion-absorption d'ESR par Osiatis. Enfin, dans l'hypothèse où la liquidité des actions ESR serait fortement réduite à l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à NYSE Euronext la radiation des actions ESR du marché réglementé de NYSE Euronext Paris.

Dans ce contexte, notre cabinet a été nommé en qualité d'expert indépendant par le président directeur général d'ESR, Monsieur Jean-Guy Barboteau, confirmé par le conseil d'administration d'ESR en date du 26 juillet 2012. En application des articles 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF et en tant que de besoin, de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF, le rôle de l'expert indépendant consiste à :

- déterminer si le prix de 0,50 € par action ESR proposé dans le cadre de l'augmentation de capital réservée est équitable ;
- apprécier le caractère équitable de l'Offre proposée y compris dans l'éventualité de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où celle-ci interviendrait dans un délai de trois mois au terme de l'Offre ;
- s'assurer que les opérations connexes prévues, i.e. l'émission d'ORAN par B Participations au profit d'Osiatis et le plan d'intéressement consenti à Monsieur Jean-Guy Barboteau et à certains managers d'ESR, ne sont pas de nature à porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 80 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million deux cents mille euros. Son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2011 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	AMF ⁽¹⁾	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
sept-10	sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	avr-11	Offre Publique d'Echange Simplifiée	CI Areva	CEA	Société Générale
juin-11	juin-11	Offre Publique d'Achat	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
juin-11	juin-11	Offre Publique Alternative	Modelabs	Bigben Interactive	Natixis
juin-11	juil-11	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
oct-11	nov-11	Offre Publique d'Achat	Maesa	F&B Group	CM-CIC Securities
nov-11	nov-11	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Novagali	Santen	Goldman Sachs
mars-12	avr-12	Offre Publique d'Echange (action) et d'Achat (ORNAME)	Silic	Icade	BNP Paribas & Crédit Agricole CIB
juin-12	juil-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Metrologic Group	Tridimension Holding	Bryan Garnier

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis des sociétés ESR et Osiatis, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006, susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement.

En particulier, nous attestons que le cabinet ou ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leur conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;*
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;*

- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés.
- n'a pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 96 000 €, hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Eric Blache, associés signataires, assistés de Laurent Peny, directeur de mission spécialisé en évaluation financière, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 12 juillet 2012 au 30 août 2012, étant précisé que notre cabinet a été nommé en qualité d'expert indépendant par le président directeur général d'ESR, Monsieur Jean-Guy Barboteau. Cette nomination a été confirmée par le conseil d'administration d'ESR en date du 26 juillet 2012.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

Société	Personnes rencontrées/contactées	
ESR	Jean-Guy Barboteau Christine Clerc	Président directeur général Directeur administratif et financier
TMB Finance Conseil financier d'ESR	Thierry Martinez-Bonnal	Dirigeant
Cabinet Binisti Avocat conseil d'ESR	Jacques Binisti	Avocat
Osiatis	Jean-Maurice Fritsch Arnaud Beraud-Sudreau	Président du directoire Directeur financier
Groupe Butler Capital Partners Actionnaire de contrôle d'Osiatis	Laurent Parquet	Partner
Bryan Garnier Banque conseil d'Osiatis & banque présentatrice	Virginie Lazès Christian Finan Pauline Roux	Managing partner, head of Corporate Finance Director equity capital market Corporate finance analyst
Gide Loyrette Nouel Avocat conseil d'Osiatis	Antoine Tézenas du Montcel Antoine Bonnasse	Avocat Avocat

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité d'ESR et d'Osiatis ;
- analyser le contexte général de l'augmentation de capital d'ESR réservée à Osiatis et de l'Offre ;

- iii) prendre connaissance de la documentation et des informations, principalement juridiques et financières, qui nous ont été communiquées notamment le Protocole d'Accord du 26 juillet 2012 ;
- iv) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques des sociétés et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles d'ESR telles qu'elles ressortent du plan d'affaires qui nous a été remis par le management de la Société ;
- vi) analyser les données financières prévisionnelles d'Osiatis telles qu'elles ressortent du consensus des analystes ;
- vii) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- viii) déterminer la valeur des actions ESR et Osiatis par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- ix) prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par Brian Garnier & Co, établissement présentateur de l'Offre d'Osiatis et en réaliser un examen critique.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction d'ESR et par l'Initiateur, en particulier :

- les états financiers des sociétés parties à l'opération au titre des cinq précédents exercices ;
- les projets de comptes semestriels clos au 30 juin 2012 ;
- un plan d'affaires 2012 - 2016 établi par le management d'ESR ;
- les prévisions de trésorerie d'ESR pour les prochains mois ;
- le rapport d'évaluation établi par Bryan Garnier & Co ;
- le rapport de due diligence d'ESR établi par la société Accuracy ;
- le protocole d'accord signé entre ESR et Osiatis en date du 26 juillet 2012 ;
- la Promesse de Vente Conditionnelle entre Osiatis et Jean-Guy Barboteau en date du 29 juin 2012 ;
- le rapport d'évaluation de la société Accuracy relatif à la Promesse de Vente Conditionnelle du 10 juillet 2012 ;
- le projet de note d'information et la note en réponse relatifs à l'Offre ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents concernant la Société et son environnement.

Au-delà de la documentation et des informations qui nous ont été transmises par les sociétés parties à l'Offre, nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, Datastream et EMat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières de la Société, dont nous avons pu discuter avec son management et ses conseils, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction d'ESR n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause. Un plan d'affaires d'Osiatis a été établi sur la base du consensus d'analystes. La direction de la société nous a affirmé qu'il reflétait correctement ses anticipations, notamment en termes d'activité et de taux de marge.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à notre disposition.

3. Présentation des sociétés ESR et Osiatis

3.1 Présentation de la société ESR

3.1.1 Principales caractéristiques de la Société

ESR (Expertise Systèmes Réseaux) est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 2, rue de Paris à Meudon (92), enregistrée au registre du commerce sous le numéro 342 504 412. Au 31 décembre 2011, son capital social s'élevait à 243 727 € ; il est composé de 4 874 542 actions d'un montant nominal de 0,05 €.

Introduite en bourse en 1999, l'action ESR est aujourd'hui cotée au compartiment C d'Euronext Paris (FR0000072969-ESRP). La capitalisation boursière de la Société atteignait 2,6 M€ sur la base du cours de clôture de 0,54 € relevé le 29 juin 2012.

Fondée en 1987 par Monsieur Jean-Guy Barboteau, ESR est une SSII⁴ spécialisée dans la gestion des infrastructures informatiques et télécoms en France.

En 2011, ESR employait 979 personnes dont 879 salariés opérationnels qui s'organisaient autour de trois secteurs d'activités :

- Télécoms : conception et ingénierie de réseaux, élaboration de plates-formes de tests d'équipements, prestations de maintenance et de contrôle technique, etc...*
- Réseaux et Systèmes : conception d'architecture de systèmes et réseaux, intégration et gestion des infrastructures informatiques, prestations d'interconnexion, d'infogérance, de migration d'applications, de support technique, etc...*
- Internet : mise en place et exploitation de systèmes de communication Intranet et groupware (ensemble de technologies et de méthodes de travail permettant à un groupe engagé dans un travail collaboratif le partage de l'information sur un support numérique), conception et gestion de la messagerie, etc...*

ESR dispose d'une implantation régionale forte au travers de sept agences locales (Nantes, Lyon, Bordeaux, Toulouse, Marseille, Strasbourg et Lille) qui représentent 49% du chiffre d'affaires. L'activité réalisée pour moitié via une facturation dite au « forfait⁵ », s'effectue auprès de clients grands comptes concentrés sur les secteurs des télécoms et de la banque (les dix premiers clients d'ESR représentent 65% du chiffre d'affaires 2011).

Le tableau ci-dessous montre la dégradation des principaux indicateurs d'activité depuis 2008 :

⁴ Société de services en ingénierie informatique dont l'objet est de mettre en relation un informaticien qualifié et une entreprise qui externalise tout ou partie d'un projet IT.

⁵ La SSII s'engage à fournir un produit en un nombre de jours donné, en cas de dépassement elle peut être amenée à payer des pénalités de retard.

	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	Evolution 2008-2011
Effectif moyen (A)	1 072	1 016	959	979	
Nombre de collaborateurs facturables (base ETP) (B)	931	910	860	879	
Nombre de personnes en intermissions (C)	55	75	71	55	
% de personnes en intermissions (= C / B)	5,9%	8,2%	8,3%	6,3%	
Effectif sous-traitants	55	36	17	25	
en % de l'effectif moyen	5,1%	3,5%	1,8%	2,6%	
Chiffre d'affaires (en M€) (D)	73,9	67,7	62,1	64,4	
Nombre de jours facturés (moyenne mensuelle) (E)	15 205	14 236	14 086	14 793	
Taux journalier moyen (en €) (= D * 10 ⁶ / (E * 12))	404,8	396,2	367,1	362,9	
Chiffre d'affaires par collaborateurs facturables (en K€) (= D / B)	79,3	74,4	72,2	73,3	
Charges de personnel (en M€) (F)	57,4	54,7	51,7	52,5	
Salairé moyen chargé (en K€) (F / A * 1000)	53,6	53,9	53,9	53,6	

Source : rapports annuels ESR

3.1.2 Performances financières historiques

Au cours des quatre derniers exercices, la Société a enregistré un recul annuel moyen de 4,5 % de son chiffre d'affaires. Cette contreperformance s'explique par deux années difficiles, 2009 et 2010, liées à des problèmes de management qui ont conduit à un recul de 8 % du chiffre affaires par an sur ces deux périodes, lié à la fois à la baisse du volume de jours facturés (hausse de l'intermission⁶ et turnover élevé entraînant des effectifs en baisse), et un recul du taux journalier moyen (ci-après « TJM »). En revanche, sur le dernier exercice clos, la reconstitution des équipes opérationnelles a permis un redressement de l'activité.

S'agissant des coûts opérationnels, par nature, les charges de personnel constituent le premier poste de dépense de la Société (81% en moyenne sur la période) impliquant un point mort se situant à un niveau élevé. Les achats et charges externes, qui se composent principalement de charges de sous-traitance et de coûts informatiques, diminuent significativement entre 2008 et 2011, permettant d'alléger la structure de coûts d'environ 3 % du chiffre d'affaires sur cette période.

En 2009 et 2010, la chute de l'activité se traduit par des pertes opérationnelles de respectivement 0,9 M€ et 3 M€, avec au cours de l'année 2010 des provisions pour litiges sociaux significatives partiellement reprises en 2011. Lors de ce dernier exercice, ESR a renoué avec un résultat opérationnel positif grâce à un accroissement du chiffre d'affaires et à une diminution de certains postes de coûts fixes comme le montre le tableau ci-après :

⁶ Lorsqu'un employé de SSII a terminé une mission et que la SSII ne lui a pas encore trouvé une autre mission, on dit qu'il est en « intercontrat » ou « intermission ». Pendant l'intercontrat, l'employé continue d'être payé.

Compte de résultat (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Chiffre d'affaires	73 863	67 692	62 053	64 419	30 385
Taux de croissance	-3,4%	-8,4%	-8,3%	3,8%	n.a
Charges de personnel	(57 448)	(54 745)	(51 684)	(52 462)	(25 229)
en pourcentage du chiffre d'affaires	-77,8%	-80,9%	-83,3%	-81,4%	-83,0%
Achats et charges externes	(11 161)	(10 176)	(8 217)	(7 431)	(3 636)
Impôts et taxes (y.c. CVAE)	(3 242)	(3 000)	(2 938)	(3 015)	(1 416)
Excédent brut d'exploitation	2 012	(229)	(786)	1 511	104
en pourcentage du chiffre d'affaires	2,7%	-0,3%	-1,3%	2,3%	0,3%
Dotations aux amortissements	(285)	(154)	(121)	(114)	(54)
Dotations aux provisions nettes des reprises	(618)	(512)	(1 243)	699	
Autres produits et charges opérationnels	(744)	-	(828)	(136)	(69)
Résultat opérationnel	365	(895)	(2 978)	1 960	(19)
en pourcentage du chiffre d'affaires	0%	-1%	-5%	3%	0%
Résultat financier	(1 013)	(388)	(239)	(247)	(119)
Impôt	(120)	(656)	(2)	(46)	(70)
Résultat des activités abandonnées	-	(150)	-	-	-
Résultat net après activité abandonnée	(768)	(2 089)	(3 219)	1 667	(208)
en pourcentage du chiffre d'affaires	-1,0%	-3,1%	-5,2%	2,6%	-0,7%

Lors du premier semestre 2012, le chiffre d'affaires recule de 7 % (30,4 M€) par rapport au premier semestre 2011, en raison de la perte de deux contrats importants et d'un nombre de journées travaillées en baisse à compter du mois de mai. S'agissant de la rentabilité, la Société a dégagé une légère perte opérationnelle qui s'explique par un intercontrat élevé au cours des mois de mai et juin.

Après prise en compte des charges financières principalement imputables au coût du factor, ESR dégage un résultat net négatif sur trois des quatre derniers exercices. Le résultat de l'exercice 2011, qui s'établit à 1,7 M€, n'a pas permis à la Société de reconstituer des fonds propres positifs et de rétablir sa situation de trésorerie.

ESR présente des fonds propres comptables négatifs à hauteur de 0,9 M€, et des fonds propres « tangibles » (i.e. hors écarts d'acquisition) négatifs de 11,9 M€. Au 30 juin 2012⁷, son financement est donc uniquement assuré par la mobilisation des créances, la Société n'ayant plus accès au financement bancaire. La Société présente ainsi une dette financière nette en cours de mobilisation compris de 8,4 M€, et des dettes d'exploitation rééchelonnées d'un montant de 3,3 M€⁸, soit un total de 11,7 M€. Enfin, les provisions pour risques et charges sont constituées des indemnités de départ en retraite et des provisions pour litiges.

Le bilan fonctionnel d'ESR est présenté dans le tableau ci-après :

⁷ Sur la base du projet de compte semestriel non audité.

⁸ Les dettes rééchelonnées, ou dettes différées, sont constituées de (i) dettes auprès de la CCSF pour 3,4 M€ au 30 juin 2012, remboursables à hauteur de 1,4 M€ au second semestre 2012 puis de 190 K€ / mois (suite à un accord trouvé avec la CCSF en juillet 2012) et (ii) de dettes auprès des caisses de retraites et de mutuelles pour 216 K€ remboursées en juillet 2012.

Bilan (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Ecart d'acquisition	11 014	11 014	11 014	11 014	11 014
Actifs non courants	586	502	417	373	344
Impôts différés	1 268	613	613	613	613
Besoin en fonds de roulement (BFR)	8 537	965	-	1 400	1 532
Excédent de fonds de roulement (EFR)	-	-	(860)	-	-
Actif d'exploitation	21 405	13 094	11 184	13 400	13 503
Capitaux propres	2 507	597	(2 495)	(691)	(906)
Provisions pour R&C	2 590	2 482	3 168	2 311	2 347
Position financière nette (hors dettes différées)	16 309	9 411	7 187	6 548	8 407
Dettes différées	-	604	3 324	5 231	3 656
Capitaux engagés	21 405	13 094	11 184	13 400	13 503

Source : Etats financiers consolidés d'ESR

Les actifs d'exploitation d'ESR sont essentiellement composés des écarts d'acquisition d'E-Sys et de Lynx Technologies (9,4 M€) acquis en 2005. Le besoin en fonds de roulement retraité des dettes différées s'établit à 1,4 M€ au 31 décembre 2011, soit 2,1 % du chiffre d'affaires. Il évolue de manière erratique sur la période, avec un EFR en 2010 qui s'explique par le reclassement d'une partie des dettes fiscales et sociales en dettes différées. Il convient de noter la diminution significative du BFR entre 2009 et 2008, qui découle de la baisse des créances clients, le délai de paiement ayant été réduit de 36 jours (de 105 à 69 jours de chiffre d'affaires) à partir de cette date grâce à la loi LME.

Il résulte des éléments présentés ci-avant, une génération de flux de trésorerie opérationnels négatifs excepté en 2008, en raison de l'impact de la LME sur le délai de règlement des clients. Ces mauvaises performances financières ont conduit la Société à décaler le paiement d'échéances sociales et fiscales :

Flux de trésorerie (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Capacité d'autofinancement	1 065	(1 167)	(2 029)	1 321	(48)
Variation BFR	(1 649)	7 843	1 692	(2 119)	226
Flux de trésorerie nets liés aux activités opérationnelles	(584)	6 676	(337)	(798)	178
Acquisition d'immobilisations	(135)	(68)	(36)	(62)	(33)
Autres	(6)	(22)	236	113	(1)
Flux de trésorerie nets lié aux investissements	(141)	(90)	200	51	(34)
Variation des dettes financières (y compris factor)	(2 606)	(599)	(508)	(263)	(111)
Dettes différées nettes des remboursements	(1 717)	604	2 846	1 725	(1 895)
Autres	(42)	23	(16)	35	3
Flux de trésorerie nets lié aux financements	(4 365)	28	2 322	1 497	(2 003)
Variation de trésorerie	(5 090)	6 614	2 185	750	(1 859)

Source : Etats financiers consolidés ESR

Enfin, sur une base consolidée, la Société dispose de déficits reportables cumulés de l'ordre de 11 M€ non activés⁹ dans les derniers états financiers du 31 décembre 2011.

⁹ En raison du risque de continuité d'exploitation les impôts différés actifs ont été limités à 613 K€ dans les états financiers consolidés clos au 31 décembre 2011 et au 31 décembre 2010.

En conclusion, la rentabilité d'ESR repose sur sa capacité à limiter l'intercontrat en optimisant le coût de sa masse salariale. La Société n'a pas été en mesure de contrôler ces éléments lors des périodes de diminution d'activité qui ont eu pour conséquence une accumulation de pertes qui n'ont pu être financées que par les organismes sociaux, conduisant la Société à une impasse financière.

3.1.3 Plan d'affaires 2012-2016

Compte tenu des éléments développés ci-dessus, le plan d'affaires communiqué par le management d'ESR, tient pour acquise la résolution des difficultés de trésorerie à court terme et, par conséquent, la réalisation de l'augmentation de capital réservée (cf. infra).

Un plan d'affaires, a été établi en juillet 2012, pour les besoins de l'opération, à partir d'objectifs de la Société, couvrant les exercices 2012 à 2016. Sur cette période, le chiffre d'affaires présente une croissance globale de 11% (2,1% en moyenne par an), passant de 64 M€ en 2011 à 71 M€ en 2016, avec un recul de l'activité à 60 M€ en 2012. La croissance des revenus repose notamment sur :

- une augmentation de 10 % du nombre de jours facturés, laquelle s'appuie sur une hausse des effectifs de consultants de 7% (de 879 collaborateurs à 942 en 2016) et une amélioration du taux d'intercontrat à 6,3% ;*
- une hausse du TJM de 1,5% par rapport au taux constaté en 2011 (+ 3,3% par rapport au 1^{er} semestre 2012).*

Cette croissance de l'activité permet une meilleure couverture des charges fixes, notamment de personnel qui représente 78,6% du chiffre d'affaires à l'issue du plan d'affaires contre 81,4% en 2011. Le salaire moyen chargé évolue peu avec une revalorisation de l'ordre de 2% sur l'ensemble du plan d'affaires. S'agissant des charges externes, le management prévoit des économies de l'ordre de 100 points de marge (1 %) avec un moindre recours à la sous-traitance.

Les éléments présentés ci-avant conduisent à une progression du taux d'EBE, passant de 2,3% sur le dernier exercice clos, à 6,3% à l'issue du plan d'affaires.

En résumé, après une année 2012 en deçà des performances 2011, le plan d'affaires prévoit une progression continue de l'activité et de la profitabilité de 2013 à 2016.

S'agissant des investissements, le management en estime le montant à 75 K€ par an, niveau conforme à la moyenne constatée au cours des quatre derniers exercices mais qui nous semblent faibles au regard des investissements réalisés dans le secteur. Ils sont principalement constitués de matériel informatique.

Enfin, le besoin en fonds de roulement est estimé à 2,2% du chiffre d'affaires, un niveau comparable à celui du dernier exercice clos hors dettes différées.

Ce plan d'affaires, qui constitue selon ESR un objectif, nous paraît volontariste dans la mesure où :

- il repose sur une croissance ininterrompue de l'activité et de la profitabilité alors que la Société a toujours connu des épisodes de recul de ses revenus sur une période moyen terme, et doit faire face à une conjoncture incertaine ;*
- les résultats du premier semestre 2012 sont en deçà des prévisions, avec une perte opérationnelle contre un bénéfice de 0,4 M€ anticipé sur l'ensemble de l'exercice.*

3.2 Présentation de la société Osiatis

3.2.1 Principales caractéristiques de la Société

Osiatis est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé 1, rue du Petit Clamart à Vélizy-Villacoublay (78), enregistrée au registre du commerce sous le numéro 326 242 419. Au 31 décembre 2011, son capital social s'élevait à 15 300 000 € ; il est composé de 15 300 000 actions d'un montant nominal de 1 €.

Cotée depuis le 1^{er} semestre 2005 et la fusion par absorption du Groupe Focal, l'action Osiatis s'échange au compartiment C d'Euronext Paris (FR0004044337-OSA). La capitalisation boursière de la Société atteignait 77 M€ sur la base du cours de clôture de 5,05 € relevé le 29 juin 2012.

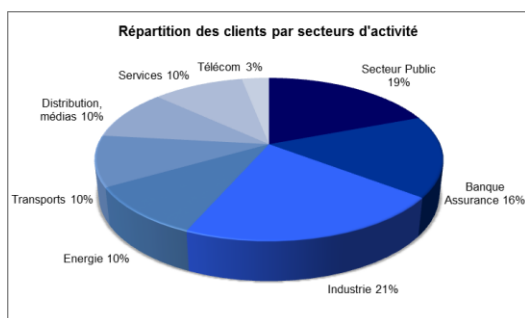
Osiatis est une société de services informatiques fondée en 1998 par l'acquisition des principaux actifs du groupe Thomainfor par WB Finance & Partenaires qui détient, au 31 décembre 2011, 45,62% du capital d'Osiatis. Osiatis s'est d'abord développée par croissance externe de 1998 à 2004, constituée par une douzaine de petites acquisitions qui lui ont permis d'élargir son offre et sa clientèle. En 2005, Osiatis a procédé à l'acquisition du Groupe Focal qui lui a permis de doubler de taille et d'accéder aux marchés financiers. Depuis, elle a poursuivi son développement par croissance externe avec l'acquisition de cibles de différentes tailles et a notamment acheté, en 2011, six sociétés ou fonds de commerce.

Aujourd'hui Osiatis s'est spécialisée dans deux métiers :

- les services aux infrastructures (87% du chiffre d'affaires 2011) : infogérance, maintenance et ingénierie d'infrastructures ;*
- les développements de nouvelles technologies (13% du chiffre d'affaires 2011) : développement applicatif et tierce, maintenance applicative.*

Le 31 décembre 2011, l'effectif de la société s'élevait à 3 630 salariés, dont 3 388 opérationnels. Osiatis dispose de 28 agences réparties dans toute la France où la société réalise 88% de son chiffre d'affaires. Elle possède également des filiales en Autriche, en Hongrie, en Belgique, en Slovaquie, en Espagne, aux Pays-Bas et au Brésil.

La clientèle de la société est composée de grands comptes, publics ou privés, ainsi que d'entreprises de taille moyenne. Les 15 premiers clients représentent 34,3% du chiffre d'affaires. La répartition des clients par secteur d'activité est la suivante :



Les principaux indicateurs de l'activité d'Osiatis se résument ainsi :

	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	Evolution 2008-2011
Effectif moyen total (A) ¹	3 104	3 011	3 008	3 482	
% de personnes en intermissions ²	5,4%	5,5%	3,2%	2,7%	
Effectif sous-traitants France	358	289	398	349	
% de sous traitance	12%	9,6%	13,2%	10,0%	
Chiffre d'affaires (en M€) (D)	239,5	232,8	243,6	280,1	
Taux journalier moyen (en €)	NC	NC	NC	NC	
Charges de personnel (en M€) (E)	145,5	143,0	146,1	168,9	
Salaire moyen chargé (en K€) (E / A * 1000)	46,9	47,5	48,6	48,5	

⁽¹⁾ Osiatis publie uniquement ses effectifs totaux

⁽²⁾ Le taux d'intermission ne comprend pas les congés payés, maladie et autres, il n'est donc pas comparable au taux d'intermission d'ESR

Source : rapports annuels Osiatis

Même s'il n'est pas directement comparable à celui d'ESR, le taux d'intermission d'Osiatis est en constante amélioration sur la période contrairement.

3.2.2 Performances financières historiques

Au cours des quatre derniers exercices, la Société a enregistré une progression annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 5,4%, représentant une augmentation de 40, 6 M€, répartie en 28 M€ de croissance organique et 12,5 M€ de croissance externe. Cette performance a été réalisée essentiellement en 2011, avec une hausse de 17% de l'activité réalisée en France.

Compte de résultat (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Chiffre d'affaires	239 542	232 819	243 627	280 093	145 634
Taux de croissance	1,4%	-2,8%	4,6%	15,0%	n.a
Charges de personnel	(145 532)	(143 040)	(146 148)	(168 935)	(90 937)
en pourcentage du chiffre d'affaires	-60,8%	-61,4%	-60,0%	-60,3%	-62,4%
Achats et charges externes	(74 075)	(69 264)	(75 322)	(83 271)	(40 587)
Impôts et taxes (y.c. CVAE)	(5 440)	(5 506)	(5 666)	(6 675)	(3 535)
Excédent brut d'exploitation	14 495	15 009	16 491	21 212	10 575
en pourcentage du chiffre d'affaires	6,1%	6,4%	6,8%	7,6%	7,3%
Dotations aux amortissements	(1 838)	(1 741)	(1 698)	(2 219)	(1 166)
Dotations aux provisions nettes des reprises	(694)	(569)	(390)	(1 310)	(616)
Autres produits et charges opérationnels	(3 145)	(2 157)	(1 016)	(2 330)	(748)
Résultat opérationnel	8 818	10 542	13 387	15 353	8 045
en pourcentage du chiffre d'affaires	3,7%	4,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Résultat financier	(2 854)	42	313	(458)	(391)
Impôt	(1 269)	(2 674)	(4 136)	(3 992)	(2 587)
QP des sociétés MEE	-	-	-	33	4
Intérêts ne conférant pas le contrôle	(53)	(68)	(73)	36	(28)
Résultat net part du groupe	4 642	7 842	9 491	10 972	5 043
en pourcentage du chiffre d'affaires	1,9%	3,4%	3,9%	3,9%	3,5%

La CVAE est comptabilisée en Impôts et Taxes chez ESR, mais en impôts sur les sociétés chez Osiatis. Pour des raisons de comparabilité nous l'avons donc retraitée dans les impôts et taxes pour Osiatis.

Les charges de personnel sont restées relativement stables sur la période comparées au chiffre d'affaires. Elles fluctuent entre 60,0% et 61,4% du chiffre d'affaires. La forte hausse en valeur de ces charges intervenue en 2011 (+16%), résulte d'une augmentation de l'effectif de 474 personnes afin de faire face à la croissance de l'activité.

L'évolution du poste achats et charges externes est plus irrégulière, et comprend notamment l'intérim et la sous-traitance, qui permettent d'amortir les variations d'activité (les effectifs sous-traitants ont représenté jusqu'à 13% du personnel au cours de l'exercice 2010).

Sur la période, le taux de marge d'EBE après réintégration de la CVAE¹⁰ progresse régulièrement pour atteindre 7,6% du chiffre d'affaires en 2011, en hausse de 1,5 point par rapport à 2008. En valeur, l'EBE a progressé en moyenne de 13,5% sur la période.

Les dotations aux amortissements portent sur les immobilisations incorporelles pour 0,7 M€ et les immobilisations corporelles pour 1,5 M€ en 2011. Les dotations aux provisions d'un montant de 1,3 M€ sont liées à l'accroissement de l'activité et des effectifs sur la période.

Le résultat opérationnel a progressé de 6,3 M€ (+74%) de 2008 à 2011, soit une croissance annuelle moyenne de 20,3%, fondée sur une hausse du chiffre d'affaires et une maîtrise des achats et charges externes. Les résultats du premier semestre 2012 sont de la même nature, avec un chiffre d'affaires de 145,6 M€ et un résultat opérationnel de 8 M€ (soit 52% du résultat annuel 2011).

Le bilan fonctionnel d'Osiatis reflète sa politique de croissance externe avec des actifs d'exploitation principalement constitués d'écarts d'acquisition, comme exposé dans le tableau ci-après :

Bilan (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Ecarts d'acquisition	53 798	54 148	57 043	60 467	62 767
Actifs non courants	7 391	4 960	5 696	10 251	9 661
Impôts différés	6 583	4 435	2 107	3 096	2 901
Besoin en fonds de roulement (BFR)	7 682	8 571	9 285	6 451	6 667
Position financière nette (hors ORAN)	264	5 721	6 318	7 771	6 412
Actif d'exploitation	75 718	77 835	80 449	88 036	88 408
Capitaux propres	56 961	62 300	65 340	72 038	71 309
Provisions pour IDR et R&C	8 853	5 587	5 135	6 024	7 125
ORAN	9 904	9 948	9 974	9 974	9 974
Capitaux engagés	75 718	77 835	80 449	88 036	88 408

Au 30 juin 2012¹¹, Osiatis présente des fonds propres comptables de 71 M€ et des « fonds propres tangibles » de 8,5 M€. La dette financière nette de l'Initiateur s'élève à 3,6 M€, y compris 10 M€ d'ORAN comptabilisées à leur valeur nominale, remboursables en décembre 2012¹².

¹⁰ La CVAE est comptabilisée en Impôts et taxes chez ESR, mais en impôts sur les sociétés chez Osiatis

¹¹ Sur la base du projet de compte semestriel non audité.

¹² 1 333 400 ORAN remboursables en numéraire ou en actions avec un prix d'exercice de 7,5 € par action.

Le besoin en fonds de roulement diminue fortement en 2011 après deux années de progression en raison d'une hausse importante des dettes fiscales et sociales. Il s'établit en moyenne à 3,3% du chiffre d'affaires sur la période. Enfin, les provisions d'un montant de 6 M€, sont constituées de provisions pour risques et charges et de provisions pour indemnités de retraite.

Il résulte des éléments présentés ci-avant une génération de flux de trésorerie opérationnels en forte croissance en 2011. Ces performances financières ont permis à la société de réaliser des investissements conséquents, notamment la prise de participation à hauteur de 19% dans Interadapt pour un montant de 2,6 M€ en 2011 :

Flux de trésorerie (en K€)	31 déc. 2008 (12 mois)	31 déc. 2009 (12 mois)	31 déc. 2010 (12 mois)	31 déc. 2011 (12 mois)	30 juin 2012 (6 mois)
Capacité d'autofinancement	14 165	10 083	13 216	15 687	5 977
Variation BFR	(3 714)	(3)	(1 338)	966	910
Flux de trésorerie nets liés aux activités opérationnelles	10 451	10 080	11 878	16 653	6 887
Acquisition d'immobilisations	(1 915)	(1 164)	(2 425)	(3 542)	(794)
Variation de périmètre	(1 564)	(350)	(2 913)	(6 228)	(1 290)
Autres	(8)	(1 642)	4	(764)	12
Flux de trésorerie nets lié aux investissements	(3 487)	(3 156)	(5 334)	(10 534)	(2 072)
Variation des dettes financières (y compris factor)	(2 050)	3 372	(4 427)	12 275	(2 874)
Dividendes	-	-	(4 509)	(2 560)	(3 491)
Autres	(245)	(98)	(552)	(1 518)	(2 305)
Flux de trésorerie nets lié aux financements	(2 295)	3 274	(9 488)	8 197	(8 670)
Variation de trésorerie	4 669	10 198	(2 944)	14 316	(3 855)

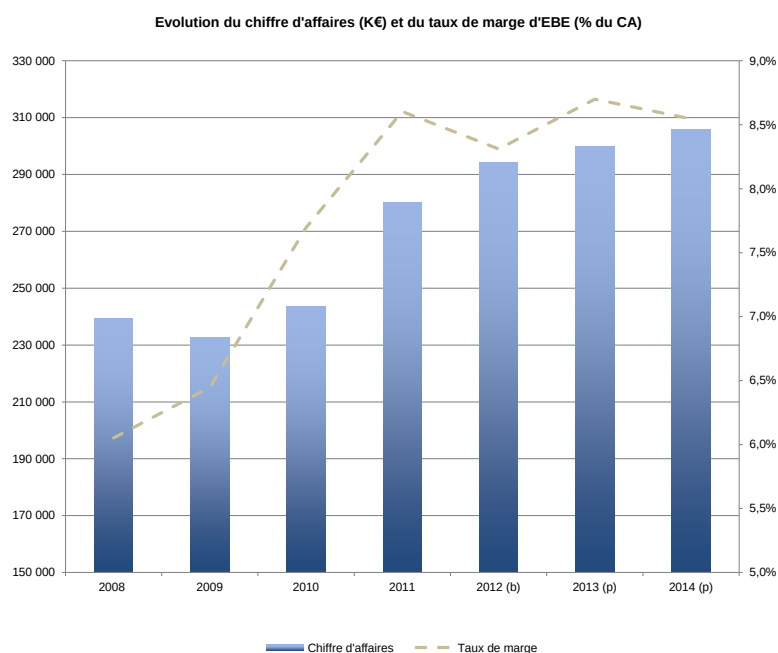
Source : Etats financiers consolidés Osiatis

3.2.3 Plan d'affaires 2012-2014

Le management d'Osiatis ne nous a pas communiqué de plan d'affaires. En revanche, il nous a indiqué que les prévisions établies par les analystes reflétaient correctement ses anticipations relatives aux exercices 2012 à 2014. En conséquence, nous retenons dans nos travaux le consensus établi notamment sur la base des prévisions réalisées par les analystes qui suivent la valeur (ci-après « le plan d'affaires »)

Sur l'horizon explicite du plan, le chiffre d'affaires présente une croissance globale de 9,2% (3,0% en moyenne par an), passant de 280 M€ en 2011 à 306 M€ en 2014. Le taux de marge d'EBE fluctue entre 8,31% et 8,70% pour s'établir à 8,55% en 2014, soit le taux moyen utilisé par les analystes pour la détermination du flux normatif.

Ainsi, le chiffre d'affaires et le taux d'EBE évoluent comme suit :



Le principal poste de charges reste les frais de personnel qui représentent environ 60% du chiffre d'affaires progressant de 16,7 M€ entre 2011 et 2014. Les achats de sous-traitance et les autres charges progressent respectivement de 3,5 M€ et 3,2 M€ et fluctuent entre 29,7% et 29,4% du chiffre d'affaires sur l'horizon de prévision.

Le taux de marge opérationnelle (résultat opérationnel avant autres produits et charges opérationnelles et après CVAE) ressort ainsi à 6,3% en 2012, puis à 6,5% par la suite. En valeur, la marge opérationnelle progresse de 2,4 M€, soit +13% au total de 2011 à 2014.

Les autres hypothèses structurantes des prévisions sont :

- *un taux d'IS de 33,9% issu du rapport annuel de l'Initiateur ;*
- *un niveau de BFR fixé à 2,3% du chiffre d'affaires conforme au taux constaté en 2011, stable sur la période de prévision ;*
- *des investissements de 3,9 M€ en 2012, 4,3 M€ en 2013 puis 4,7 M€ en 2014, contre 2,3 M€ en moyenne sur les quatre derniers exercices.*

4. Evaluation des sociétés ESR et Osiatis

Conformément au règlement général de l'AMF en matière d'expertise indépendante et à ses recommandations, le prix d'une offre ou la parité s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Préalablement, nous avons analysé le prix de souscription de 0,50 € retenu pour l'augmentation de capital réservée, i.e. dans un contexte de difficulté de trésorerie avéré pouvant remettre en cause la continuité d'exploitation.

4.1 Risque de continuité et augmentation de capital réservée

Les principales caractéristiques de la Société mettent en évidence l'insuffisance de sa capacité d'autofinancement actuelle afin de répondre aux échéances de trésorerie de l'exercice 2012.

Dans ce contexte, l'arrêté des comptes 2011 par le conseil d'administration a été reporté le 30 avril 2012 en raison « d'incertitudes sur la continuité d'exploitation ». En sus, préalablement à l'annonce du rapprochement entre ESR et Osiatis, il existait des doutes sur la prorogation des conditions de financement accordées par la Commission des Chefs des Services Financiers (ci-après la « CCSF ») pouvant aboutir à une exigibilité immédiate du passif différé qui aurait conduit ESR à la cessation des paiements.

Enfin, les prévisions de trésorerie communiquées par la Société indiquent une impasse de trésorerie significative dès septembre 2012, la capacité d'autofinancement étant insuffisante pour faire face au paiement des charges fixes et au règlement des échéances mensuelles des dettes d'exploitation différées.

Dans ce contexte, le dirigeant et principal actionnaire d'ESR s'est résolu à adosser la Société à un groupe industriel apte à lui procurer les ressources nécessaires à la poursuite de son activité (cf. 4.3.5).

Monsieur Jean-Guy Barboteau avait initié début 2011 un processus de recherche d'un partenaire industriel ou financier en vue de l'adossement de la Société. Cette démarche a conduit le 26 juillet 2012 à la signature d'un Protocole entre ESR et Osiatis définissant les modalités et les étapes du rapprochement entre les deux groupes. Avant la signature de ce protocole, la direction d'ESR, qui nous l'a affirmé, n'avait pas reçu d'autre marque d'intérêt ferme, et ce, alors qu'une vingtaine d'industriels et de partenaires financiers avait été contactés (cf. partie 4).

Ainsi, afin de doter la Société des moyens financiers nécessaires pour assurer les échéances à compter de septembre 2012, Osiatis souscrira à une augmentation de capital réservée, décidée par l'Assemblée générale mixte d'ESR programmée le 14 septembre 2012, consistant en l'émission de 8 000 000 d'actions ordinaires nouvelles d'ESR au prix de souscription unitaire de 0,50 € représentant un apport en numéraire de 4 000 000 €. Cette augmentation de capital confèrera le contrôle d'ESR à Osiatis qui détiendra alors plus de 62% du capital.

Le prix de souscription unitaire de 0,50 € est basé sur le cours moyen des 20 derniers jours de bourse au 29 juin 2012 (date de l'annonce du rapprochement). Sur la base du plan d'affaires d'ESR présenté en partie 3, et de paramètres de valorisations identiques (cf. infra), ce prix suppose implicitement un taux d'actualisation de l'ordre de 17%, soit une prime d'environ 5% par rapport à notre taux court terme de 12,4% (cf section 4.3.2 ci-après). Or, le maintien des agrégats du plan d'affaires¹³ post augmentation de capital nous semble constituer une hypothèse optimiste. Or, il nous semble que le risque d'exécution de ce plan en l'absence de recapitalisation n'est pas complètement appréhendé par cette prime de 5 %.

Le prix de souscription unitaire de 0,50 € nous paraît ainsi constituer un maximum dans la mesure où :

- *le risque de cessation de paiement avéré de la Société (cf. ci-avant) pourrait se réaliser dès le mois de septembre 2012 ;*
- *eu égard à la sous-capitalisation de la Société et de l'importance du passif, la valeur revenant à l'actionnaire serait probablement proche de zéro ;*

¹³ Aucune projection n'a été réalisée sans l'augmentation de capital, et donc hors amélioration de la situation financière.

- aucune autre solution financièrement viable n'a émergé au cours des 18 derniers mois, selon la direction financière de la Société et ses conseils ;
- la prime de risque implicite liée au risque de faillite reste limitée.

4.2 Méthodes et critères écartés

4.2.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ou situation nette) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. Ce critère de valorisation est généralement écarté dans la mesure où il ne tient pas compte de la capacité d'une société à générer des profits dans le futur. Dans le cas d'ESR, ce biais est renforcé par la situation de retournement dans laquelle se trouve la Société.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé d'ESR, sur la base d'un nombre de 4 774 357 actions (hors actions d'autocontrôle), ressort à -0,2 € par action au 30 juin 2012. En ajustant ce dernier de l'augmentation de capital en numéraire prévue dans la présente Opération, sur la base de 12 774 357 actions, l'actif net à fin juin ressort à + 0,24 €.

Concernant Osiatis, l'actif net comptable consolidé sur la base d'un nombre de 14 099 408 actions, ressort à 5,06 € par action au 30 juin 2012.

4.2.2 Capitalisation des dividendes et dividendes historiques

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire qui serait établie à partir des dividendes anticipés.

Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une société se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la Société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

Par ailleurs, ESR n'a pas versé de dividende dans un passé récent et l'Initiateur ne distribue des dividendes que depuis 3 ans¹⁴ et, bien qu'affichant une volonté de distribution régulière, Osiatis se réserve le droit de suspendre sa politique de distribution en cas d'investissements importants.

A titre d'information, l'historique de la distribution de dividendes d'Osiatis depuis 2005, date de sa fusion avec le Groupe Focal, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Osiatis	2005 31 -dec	2006 31 -dec	2007 31 -dec	2008 31 -dec	2009 31 -dec	2010 31 -dec	2011 31 -dec
Résultat net consolidé en M€ (A)	3,04	4,00	6,94	4,64	7,84	9,49	10,97
Distribution de dividende en M€ (B)	0,00	0,00	0,00	0,00	4,44	3,12	3,58
Dividende exceptionnel en M€	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Distribution de dividende normalisé en M€ (B)	0,00	0,00	0,00	0,00	4,44	3,12	3,58
Taux de distribution (B / A)	0%	0%	0%	0%	57%	33%	33%

4.3 Méthodes et critères retenus

4.3.1 Le cours de bourse

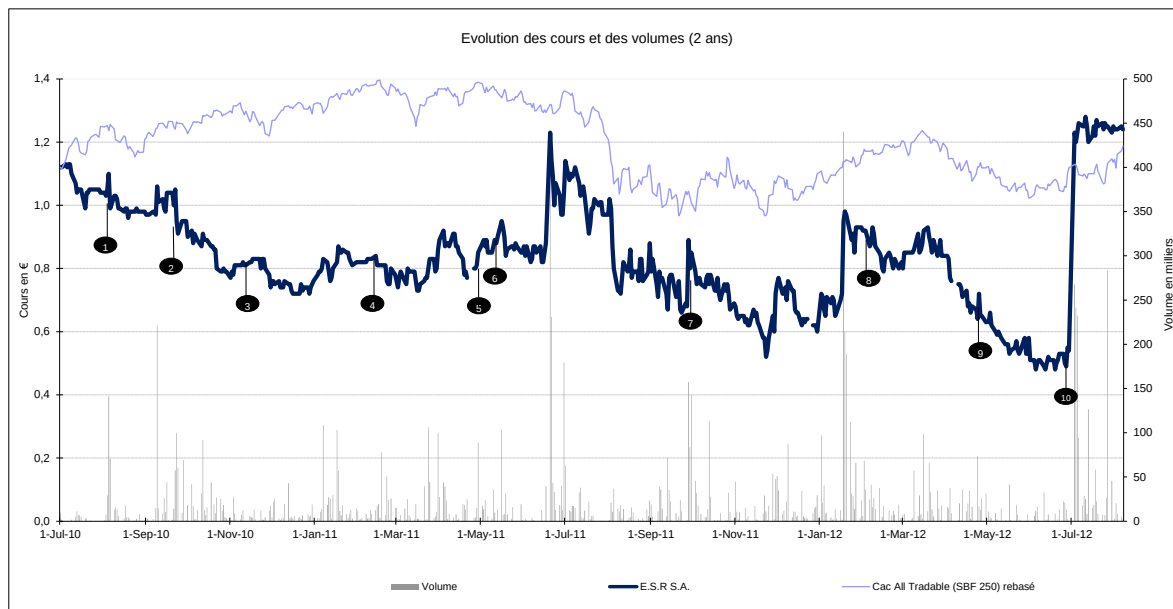
S'agissant du critère du cours de bourse, nous retenons la date de référence du 29 juin 2012, soit la veille de l'annonce du rapprochement entre ESR et Osiatis.

¹⁴ Dans un communiqué du 5 mai 2010, l'Initiateur a déclaré : « Osiatis souhaite initier une politique régulière de dividende qui représentera entre 25 et 35% du résultat net, sauf acquisitions ou investissements importants »

4.3.1.1 Évolution du cours de bourse d'ESR

Introduite en bourse en mai 1999 à 17 €, l'action ESR est cotée au Compartiment C d'Euronext Paris. Le titre entre notamment dans la composition de l'indice Cac Software et Computer Services (0,01%).

L'évolution du cours à compter du 1^{er} juillet 2010 est retracée par le graphique ci-dessous :



Renvois	Dates	Evènements
1	5-août-10	CA S1 2010 en recul de 12,8%
2	22-sept.-10	Résultats S1 2010 en recul, perte opérationnelle de 2,3 M€
3	15-nov.-10	CA T3 2010 en baisse de 5,5%
4	10-févr.-11	CA 2010 en recul de 8,5% à 62 M€
5	28-avr.-11	Résultats 2010, perte nette de 3,2 M€
6	13-mai-11	CA T1 2011 en croissance de 3,9%
7	29-sept.-11	Résultats S1 2011, résultat opérationnel positif à 0,6 M€
8	8-févr.-12	CA 2011 en hausse 3,8%
9	23-avr.-12	Report de la date d'arrêtés des comptes
10	29-juin-12	Annonce de négociations exclusives avec Osiatis

Au cours des 24 derniers mois, le titre a décroché passant d'un cours de 1,10 € en juillet 2010 à 0,5 € à la veille de l'annonce du rapprochement, avec un bref rebond en juillet 2011.

De manière plus détaillée, l'action s'est d'abord repliée au second semestre 2010 à la suite de publications de résultats décevants (annonce d'une perte opérationnelle semestrielle le 22 septembre 2010, chiffre d'affaires en recul au troisième trimestre le 15 novembre puis au quatrième trimestre le 10 février 2011).

A partir de mars 2011, l'action marque une brève phase de hausse, le management étant alors rassurant sur les perspectives de la Société et notamment sur ses difficultés de trésorerie. Mais la chute des marchés à l'été 2011, liée aux inquiétudes sur les dettes souveraines européennes, entraîne l'action à nouveau sous les 0,8 €.

Les différentes publications relatives aux résultats 2011 permettent un bref redressement des cours lors de leur annonce (résultats semestriels 2011 le 28 septembre 2011 et publication du chiffre d'affaires annuel le 8 février 2012) mais sont rapidement suivies par des prises de bénéfices.

A partir d'avril 2012, période à laquelle les difficultés de trésorerie se font de nouveau jour, le cours commence à décrocher pour se stabiliser début juin autour de 0,50 € jusqu'à l'annonce des négociations exclusives entre ESR et Osiatis le 29 juin 2012, date à laquelle le cours s'établit largement en deçà du prix d'offre provisoirement annoncé à 1,50 €.

Dans ce contexte, nous avons analysé les différentes moyennes pondérées du cours de l'action, ainsi que les cours de clôture et les volumes échangés entre le 1^{er} juillet 2010 et le 29 juin 2012 :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	2,15	0,47	1,04	12 377 113	15 828	253,9%	497,8%	99,9%
24 mois	1,34	0,47	0,87	9 696 368	18 540	198,9%	390,0%	100,0%
12 mois	1,21	0,47	0,82	5 115 025	19 523	104,9%	205,7%	100,0%
6 mois	1,10	0,47	0,83	2 810 301	21 453	57,6%	113,0%	100,0%
3 mois	0,84	0,47	0,63	668 213	10 124	13,7%	26,9%	100,0%
20 jours de bourse	0,58	0,47	0,50	160 201	8 010	3,3%	6,4%	100,0%
Spot	0,54	0,54	0,54	1	1	0,0%	0,0%	

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le cours de l'action ESR a fait l'objet, au cours des 6 derniers mois, de volumes d'échange d'environ 21 000 titres en moyenne par jour, soit 58% du capital ou encore 113% du flottant (qui représente environ 51% du capital en moyenne sur la période).

S'agissant du critère du cours cible des analystes, la Société n'est suivie par aucun bureau d'analyse. ESR dispose d'un contrat de liquidité avec Invest Securities, qui ne publie pas d'analyse du titre.

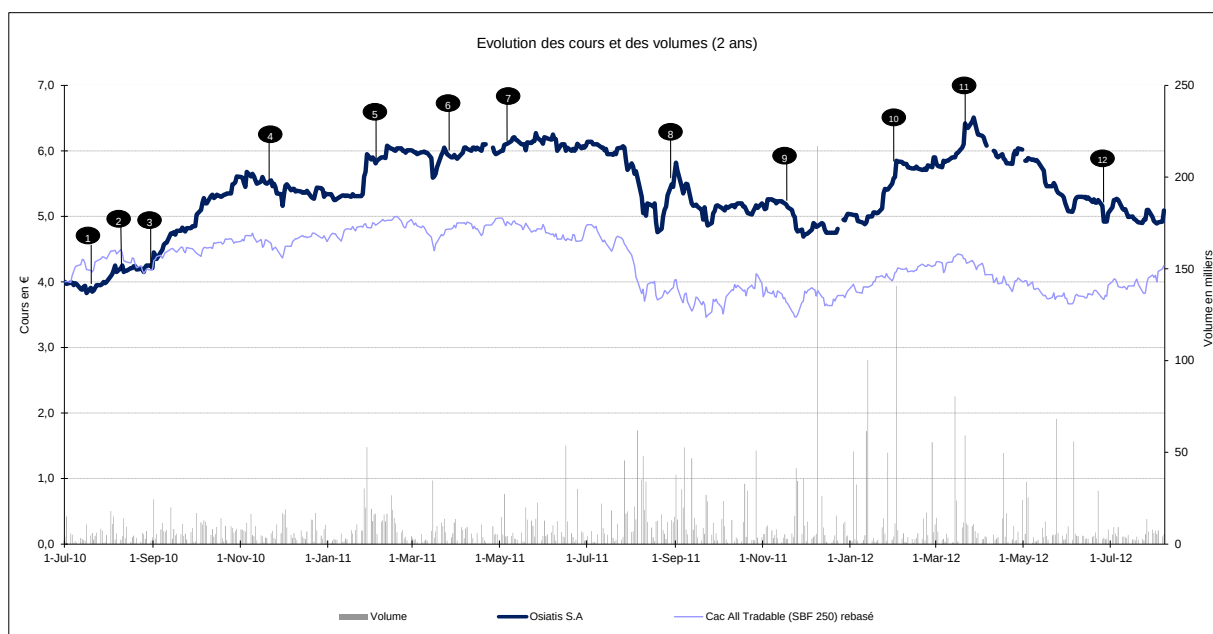
Le cours de bourse d'ESR reflète la valorisation de l'entreprise pré-augmentation de capital. Il n'appréhende donc pas l'apport de trésorerie qui doit venir consolider les fonds propres et lever l'incertitude sur la continuité d'exploitation à court terme. Pour ces raisons, il ne constitue pas un critère de valorisation pertinent dans le cadre de l'opération. Pour autant, il reste, pour l'actionnaire minoritaire, un indicateur de référence pour apprécier l'Offre.

Le prix de l'Offre d'Achat de 1,30 € fait ressortir une prime par rapport au cours moyen pondéré 3 mois de 107 % et de 141 % par rapport au cours de 0,54 € constaté avant l'annonce de l'opération et que nous retenons à titre d'information compte tenu des réserves évoquées.

4.3.1.2 Évolution du cours de bourse d'Osiatis

Admise en bourse en janvier 2005 à la suite de la fusion absorption du Groupe Focal, l'action Osiatis est cotée au Compartiment C d'Euronext Paris. Le titre entre notamment dans la composition de l'indice Cac Software and Computer Services (0,17%).

L'évolution du cours à compter du 1^{er} juillet 2010 est retracée par le graphique suivant :



Renvois	Dates	Evènements
1	22-juil.-10	CA S1 2010
2	9-août-10	Acquisition des activités gestion des infrastructures Ile de France d'Astek
3	31-août-10	Résultats S1 2010 en progression
4	9-nov.-10	CA T3 2010 en hausse de 6,2%
5	1-févr.-11	CA 2010 en hausse de 4,6%
6	22-mars-11	Résultat net 2010 en progression de 21%
7	3-mai-11	CA T1 2011 en croissance de 12%
8	31-août-11	Résultats S1 2011
9	15-nov.-11	Acquisition d'une participation dans la société Interadapt
10	1-févr.-12	CA 2011 en progression de 15%
11	20-mars-12	Résultat net 2011 en hausse de 15%
12	29-juin-12	Annonce de négociations exclusives avec ESR

Au cours des 24 derniers mois, le titre a évolué au gré des différentes annonces de résultats et opérations de croissance externe communiquées au marché.

De 4,0 € le 1^{er} juillet 2010, le cours du titre Osiatis progresse modérément durant l'été 2010 avec l'annonce du chiffre d'affaires du premier semestre, le 22 juillet, puis l'annonce le 9 août de l'acquisition des activités de gestion d'infrastructures d'Astek en Ile de France, ce qui amène l'action sur les 4,20 €.

La publication des résultats du premier semestre 2010, le 31 août, permet au titre d'entamer une phase de hausse rapide vers les 5,68 €, atteint le 5 novembre, quelques jours avant l'annonce du CA du troisième trimestre 2010, en hausse de 6,2%. Le titre consolide ensuite légèrement pour revenir à 5,31 € le 21 janvier 2011.

Les anticipations du marché sur la publication du chiffre d'affaires annuel 2010 pousse le titre de 5,31 € à 5,95 €, atteint le 28 janvier 2011, juste avant la publication du 1^{er} février. A partir de cette date, le cours fluctue autour de 6 € malgré l'annonce d'un résultat net en progression de 21%, le 22 mars, et d'un chiffre d'affaires en hausse de 12% sur le premier trimestre, le 3 mai. A cette date, l'action Osiatis surperforme significativement son indice de référence le Cac All Tradable, avec une progression de +50% sur la période contre +24%.

La baisse généralisée des marchés financiers intervenue à l'été 2011, en raison de l'inquiétude sur les dettes souveraines en Europe entraîne le cours Osiatis à la baisse. Il recule ainsi jusqu'à 4,81 € le 22 août, soit une baisse de 20% en un mois identique à celle de son indice de référence.

Le titre rebondit sur les 5,82 € lors de l'annonce le 31 août de ses résultats du premier semestre 2011, soit une hausse de 20% depuis le 22 août. Dans un contexte de marché toujours défavorable, l'action repasse dès le 20 septembre sous les 5 €. Le titre oscille ensuite autour de ce cours jusqu'à l'annonce de la prise de participation dans la société brésilienne Interadapt le 15 novembre 2011.

Dans un contexte de nouvelle baisse des indices boursiers, cette annonce n'entraîne pas de hausse immédiate du titre. Celle-ci intervient un mois plus tard, en décembre 2011. Le titre progresse alors jusqu'au 2 février 2012 et l'annonce d'un chiffre d'affaires en hausse de 15% sur l'année 2011. Le cours marque alors une légère pause avant de dépasser la barre des 6,0 € lors de l'annonce des résultats annuels 2011, le 20 mars 2012. Le titre atteint un plus haut à 6,45 € le 26 mars 2012.

A partir de cette date, le titre se replie régulièrement jusqu'à atteindre 5,05 € le 29 juin 2012, lors de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives d'Osiatis avec ESR.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées le 29 juin 2012, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	6,53	1,77	4,85	7 203 751	9 212	47,1%	150,9%	99,9%
24 mois	6,53	3,80	5,42	5 118 720	9 787	33,5%	107,2%	100,0%
12 mois	6,53	4,45	5,39	3 175 064	12 119	20,8%	66,5%	100,0%
6 mois	6,53	4,75	5,60	1 482 672	11 318	9,7%	31,1%	100,0%
3 mois	6,31	4,90	5,57	543 370	8 233	3,6%	11,4%	100,0%
20 jours de bourse	5,37	4,90	5,18	156 823	7 841	1,0%	3,3%	100,0%
Spot	5,07	4,90	5,05	7 961	7 961	0,1%	0,2%	

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le cours de l'action Osiatis a fait l'objet, au cours des 12 derniers mois, de volumes d'échange d'environ 11 000 titres en moyenne par jour, soit 9,7% du capital ou encore 66,5% du flottant (qui représente environ 31% du capital).

Sur la base de l'ensemble des éléments développés ci-avant, nous retenons le critère du cours de bourse à titre principal dans la mesure où le titre fait l'objet d'échanges continus et significatifs, avec un suivi régulier de 4 analystes.

Les recommandations sur le titre se résument comme suit sur les 12 derniers mois :

Analyste	CM-CIC	Gilbert-Dupont	Euroland	ODDO
Nombre d'analyses	10	5	7	10
Recommandation sur la période	Achat sur les 12 mois	Achat sur les 12 mois	Achat ou neutre	Achat
Objectif de cours				
Date de la dernière recommandation	2-juil.-12	2-juil.-12	3-juil.-12	2-juil.-12
Dernière recommandation	7,50 €	6,70 €	7,50 €	7,50 €
Minimum	7,30 €	6,60 €	7,50 €	7,50 €
Maximum	8,00 €	7,40 €	8,00 €	7,50 €
Moyenne sur 12 mois	7,49 €	7,02 €	7,58 €	7,50 €

Il ressort un objectif de cours moyen des analystes à 7,30 € que nous retenons comme une référence secondaire de valorisation.

4.3.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF

L'évaluation d'ESR et d'Osiatis par cette approche a été mise en œuvre à partir des plans d'affaires présentés en partie 3.

S'agissant d'ESR, les prévisions reposent sur des hypothèses de continuité de l'exploitation, de progression du chiffre d'affaires et des marges, dont la réalisation suppose, à minima, que soient surmontées les difficultés de financement actuelles.

Nous avons retenu le même taux d'actualisation pour les deux sociétés alors même que la structure financière et la volatilité plus marquée des résultats d'ESR lui donne un profil de risque plus élevé que celui d'Osiatis. Nous ne sommes pas en mesure d'estimer une telle décote postérieurement à l'augmentation de capital, sachant qu'elle devrait s'atténuer significativement. Ce biais consistant à ne retenir aucune prime de risque supplémentaire pour ESR est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sur lesquels repose l'évaluation des deux entités sont issus de l'exploitation (ou cash-flows d'exploitation) et sont calculés après impôt normatif, variation de BFR et investissements. Ces flux, rémunérant à la fois les actionnaires et les créanciers, sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC) qui se compose du rendement exigé par les investisseurs en fonds propres (ou coût des fonds propres) et de celui exigé par les créanciers (ou coût de la dette), en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur de l'entreprise (VE).

A l'issue de son plan d'affaires, ESR présentera une situation nette de trésorerie excédentaire et Osiatis affiche au 31 décembre 2011 une trésorerie nette positive hors dette d'acquisition. En outre, le secteur des SSII françaises affiche en moyenne une position de trésorerie nette excédentaire structurelle. En conséquence, nous avons retenu un levier d'endettement cible nul. Ainsi, le CMPC est égal au coût des fonds propres.

Afin de déterminer le taux d'actualisation, nous avons eu recours aux services du cabinet Fairness Finance. Selon les éléments communiqués, ce taux s'établit en juillet 2012 à 12,4%¹⁵ en retenant les hypothèses suivantes :

- *une prime de risque de 7,7% égale à la moyenne mensuelle des primes de risque estimées des sociétés du SBF 120 depuis les 3 derniers mois (source : Fairness Finance).*
- *un taux sans risque de 2,65% égal à la moyenne mensuelle de l'OAT 10 ans sur les 3 derniers mois.*
- *le coefficient de risque systématique (bêta) moyen pondéré par les coefficients de détermination (r^2) d'un échantillon de 11 sociétés cotées (ne prenant pas en compte les deux sociétés sous revue dans la mesure où le bêta désendetté d'ESR ne nous paraît pas pertinent). Toutefois, il convient de noter qu'un calcul incluant ESR et Osiatis conduirait à un bêta sensiblement identique ; sur la base d'historiques de cours relevés sur 3 ans, le*

¹⁵ A titre d'information, la prise en compte de données reposant sur des moyennes 6 mois aurait conduit à un taux d'actualisation identique à celui retenu.

bêta cible s'établit ainsi à 0,94 €; ce dernier est retraité de l'endettement et suppose négligeable le bêta de la dette, celle-ci étant pour l'essentiel intermédiée ;

- nous avons enfin retenu une prime de risque spécifique de 2,5% afin de tenir compte de la taille modeste des deux entités.

Par ailleurs eu égard à l'objectif de l'opération, i.e. la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, du niveau de détention du capital d'ESR atteint par l'Initiateur¹⁶ préalablement à l'Offre et des engagements de transfert à Osiatis du solde de la participation détenue indirectement par Monsieur Barboteau dans ESR, et du contexte économique et financier actuel qui se caractérise par une importante aversion au risque, nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des agrégats long terme. Afin de limiter l'incidence des crises financières qui ont frappé les marchés financiers depuis septembre 2008 et ont entraîné une augmentation sensible du niveau de la prime de risque de marché, il a été tenu compte de la moyenne sur 10 ans au 2^{ème} trimestre 2012 des primes publiées par Associés en Finance, soit 6,04%, et corrélativement, de la moyenne sur 10 ans du rendement de l'OAT TEC 10, soit 3,78%, ainsi que le coefficient Bêta et la prime de risque spécifique déterminée précédemment. L'ensemble de ces éléments conduit à un taux d'actualisation de 11,98%.

Le détail des éléments composant les deux taux est présenté ci-dessous :

Taux d'actualisation	3 mois	Long terme
Taux sans risque	2,65%	3,78%
Prime de risque	7,65%	6,04%
Bêta	0,94	0,94
Coût des fonds propres	9,87%	9,48%
Prime de taille / illiquidité	2,50%	2,50%
Coût des fonds propres ajusté	12,37%	11,98%

4.3.2.1 Evaluation d'ESR par la méthode des DCF

L'évaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie, ou DCF, se fonde sur le plan d'affaires établi par le management pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 décembre 2016 et sur le taux d'actualisation présenté ci-avant. Ce plan d'affaires présente une croissance continue de l'activité et de la rentabilité, à l'exception de l'exercice 2012.

Dans la mesure où la Société a publié ses résultats semestriels au 30 juin 2012, l'évaluation a été réalisée à cette date ; le premier flux prévisionnel est donc celui du second semestre fiscal de la Société, du 1^{er} juillet 2012 au 31 décembre 2012.

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2016, il est établi un calcul de rente à l'infini à partir d'un flux de trésorerie normatif. A cette fin, il est maintenu la rentabilité dégagée sur la dernière année de prévision qui, selon le management, repose sur des conditions moyennes de TJM et de taux d'intermission. Dans ces conditions, le taux d'EBE est fixé à 6,3% en année normative. Enfin, il est tenu compte d'un taux de croissance normatif de l'activité de 1,5% par an qui constitue une anticipation de croissance identique à celle actuellement retenue pour les sociétés françaises.

Compte tenu de ce qui précède, il ressort selon nos calculs une valeur d'entreprise (VE) de 20,8 M€. Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de l'action ESR est synthétisé par le tableau ci-après :

¹⁶ Osiatis détiendra près de 80 % d'ESR après l'augmentation de capital réservé et les engagements d'apports / cession de Monsieur Barboteau.

Calcul de la valeur des fonds propres	en M€
Valeur d'entreprise	20,8
Position financière nette au 30 juin 2012	(8,4)
Provisions pour risques et charges	(1,6)
Valeur actualisée des dettes différées	(3,2)
Valeur actualisée des reports déficitaires	2,5
Augmentation de capital	4,0
Valeur des fonds propres	14,1
Nombre d'actions x000	12 774
Valeur en € par action	1,10

Il est retranché à la VE le montant de l'endettement financier net au 30 juin 2012, il est tenu compte de la valeur actualisée des reports, soit 12 M€. Enfin, les dettes différées ont été évaluées en déterminant leur montant actualisé avec un taux d'actualisation identique à celui utilisé pour la méthode du DCF, selon l'échéancier évoqué supra, le risque des créanciers pouvant être assimilé à celui des actionnaires de la Société.

Après prise en compte de la dilution induite par l'augmentation de capital et après autocontrôle, il ressort une valeur centrale de l'action ESR de 1,10 €.

Compte tenu des développements précédents relatifs à la détermination du taux d'actualisation, nous avons réalisé des analyses de sensibilité reposant, en valeur centrale, sur un taux d'actualisation 3 mois.

Valeur en € / action		Taux d'actualisation		
		12,0%	12,4%	12,8%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	1,11 €	1,04 €	0,98 €
	1,5%	1,18 €	1,10 €	1,03 €
	2,0%	1,25 €	1,17 €	1,09 €

Nous avons également développé une analyse de sensibilité sur la base des variations de certains paramètres d'exploitation jugés structurants, tels que le taux de marge normatif et les performances financières 2012. En effet, eu égard aux résultats du 1^{er} semestre en-deçà du budget 2012, nous avons examiné la sensibilité de l'évaluation à un scénario dégradé pour l'exercice en cours¹⁷.

Valeur en € / action		Taux de marge d'EBE normatif		
		5,8%	6,3%	6,8%
Plan d'affaires dégradé		0,93 €	1,02 €	1,12 €
Plan d'affaires management		1,00 €	1,10 €	1,20 €

Ainsi, en privilégiant les bornes hautes de nos analyses de sensibilité, il ressort par l'approche DCF une valeur centrale de l'action ESR de 1,18 € dans une fourchette comprise entre 1,11 € à 1,25 €. Le prix de l'Offre d'Achat de 1,3 € fait ressortir une prime de 11 % sur la valeur centrale, comprise dans une fourchette de 17 % à 4 %.

4.3.2.2 Evaluation d'Osiatis par la méthode des DCF

¹⁷ Chiffre d'affaires en recul de 2% par rapport au budget initial et une perte opérationnelle de l'ordre de 0,5 M€ en 2012, en ligne avec le premier semestre.

L'évaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie de l'Initiateur se fonde sur le plan d'affaires issu du consensus d'analyste, approuvé par le management d'Osiatis, pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 décembre 2014.

Dans la mesure où l'Initiateur a publié ses résultats semestriels au 30 juin 2012, l'évaluation a été réalisée à cette date ; tout comme ESR le premier flux prévisionnel est donc celui du second semestre fiscal, soit du 1^{er} juillet 2012 au 31 décembre 2012.

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2014, il est établi un calcul de rente à l'infini à partir d'un flux de trésorerie normatif. A cette fin, nous maintenons le taux de marge opérationnelle hors CVAE fixé à 7,5 % en année normative (6,5 % après prise en compte de la CVAE). Enfin, il est tenu compte d'un taux de croissance normatif de l'activité de 1,5 %, identique à celui d'ESR.

Nous calculons sur ces bases une valeur d'entreprise (VE) avant endettement et ajustements de 94,5 M€. Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de l'action Osiatis est synthétisé par le tableau ci-après :

Calcul de la valeur des fonds propres	en M€
Valeur d'entreprise	94,5
Position financière nette au 30 juin 2012	(3,6)
Titres financiers	1,1
Report déficitaire	0,5
Provisions pour risques et charges	(5,4)
Titres mis en équivalence	2,8
Valeur des fonds propres	90,0
Nombre d'actions x000	14 099
Valeur en € par action	6,38

Comme indiqué, il est retranché à la VE (Valeur d'Entreprise) le montant de l'endettement financier net¹⁸ au 30 juin 2012 ainsi que les provisions. Après prise en compte de la valeur des titres mis en équivalence¹⁹, il ressort une valeur centrale de l'action Osiatis de 6,38 €.

Nous avons mené une analyse de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini :

Valeur en € / action		Taux d'actualisation		
		12,0%	12,4%	12,8%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	6,39 €	6,14 €	5,92 €
	1,5%	6,65 €	6,38 €	6,14 €
	2,0%	6,93 €	6,64 €	6,38 €

Nous avons également développé une analyse de sensibilité sur le taux de marge opérationnelle avant CVAE sur le flux normatif :

¹⁸ Les ORAN ont été maintenues en dette nette dans la mesure où elles sont comptabilisées intégralement en dettes financières à court terme, la composante "capitaux propres" de ces instruments composés étant considérée nulle dans les états financiers consolidés.

¹⁹ Valeur issue du projet de rapport annuel du 30 juin 2012 pour les titres de la société Interadapt acquis en 2011.

Valeur en € / action		Taux d'actualisation		
		12,0%	12,4%	12,8%
Taux de marge d'EBE normatif	7,0%	6,04 €	5,80 €	5,58 €
	7,5%	6,65 €	6,38 €	6,14 €
	8,0%	7,25 €	6,96 €	6,70 €

Ainsi, il ressort par l'approche DCF une valeur centrale de l'action Osiatis de 6,65 €, située à l'intérieur d'une fourchette d'évaluation comprise entre 6,04 € et 7,25 €.

4.3.3 Les comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents, des multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

ESR et Osiatis sont toutes les deux des SSII françaises dont l'activité est tournée vers les grands comptes. À notre connaissance et après discussion avec le management d'ESR et d'Osiatis, il n'existe pas de SSII qui propose exactement les mêmes services et auprès des mêmes secteurs industriels. A défaut, nous avons constitué un échantillon de dix SSII françaises de taille moyenne²⁰, présentées en annexe.

Les principaux agrégats financiers des sociétés de cet échantillon se présentent comme suit :

Société	Devise	(en M)		CA (en M)		EBITDA (en M)		EBITDA / CA		EBIT (en M)		EBIT / CA	
		Capi.	VE	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Groupe Steria S.C.A.	EUR	435	711	1 748	1 808	151	152	8,7%	8,4%	125	116	7,2%	6,4%
Alten S.A.	EUR	681	639	1 057	1 169	116	123	11,0%	10,5%	108	113	10,2%	9,6%
Sopra Group S.A.	EUR	547	594	1 050	1 189	106	117	10,1%	9,9%	93	103	8,8%	8,7%
Gfi Informatique S.A.	EUR	204	289	618	636	26	42	4,2%	6,7%	34	31	5,6%	4,9%
Devoteam S.A.	EUR	99	84	528	513	35	25	6,7%	5,0%	29	19	5,5%	3,8%
Ausy S.A.	EUR	86	124	294	331	20	25	6,9%	7,6%	19	24	6,5%	7,2%
Neurones S.A.	EUR	217	143	283	311	29	31	10,4%	10,0%	26	29	9,3%	9,2%
Groupe Open S.A.	EUR	48	48	255	257	15	16	5,8%	6,2%	13	14	4,9%	5,4%
Sil	EUR	95	79	222	260	17	20	7,5%	7,9%	14	17	6,4%	6,4%
Aubay S.A.	EUR	76	78	186	189	16	16	8,6%	8,5%	15	15	8,1%	7,9%
Moyenne		249	279	624	666	53	57	8,0%	8,1%	48	48	7,2%	6,9%

Source rapports annuels - Thomson Reuters

Capitalisation et valeur d'entreprise sur la base des cours moyens pondérés 3 mois au 29 juin 2012

Ces entreprises ont un niveau d'activité globalement supérieur à celui des deux sociétés parties à l'Offre, avec un chiffre d'affaires moyen de 624 M€, mais présentent des taux de marges d'Ebitda et d'Ebit comparables²¹ (pour l'année normative concernant ESR).

À partir des prévisions disponibles, des caractéristiques opérationnelles des comparables et des marges attendues pour ESR et Osiatis, nous avons sélectionné les multiples de chiffre d'affaires²² (VE/CA), d'Ebitda (VE/Ebitda) et le multiple de résultat opérationnel (VE/Ebit) sur les exercices 2012, 2013 et 2014. Sur la base des cours moyens pondérés 3 mois, ces multiples sont détaillés ci-dessous :

²⁰ Nous avons exclu Cap Gemini et Atos dont le chiffre d'affaires dépasse les 5 milliards d'euros.

²¹ L'ensemble des sociétés de l'échantillon présente des états financiers dans lesquels la CVAE est classé en IS, nous comparons donc les agrégats avant CVAE.

²² La valeur d'entreprise se calcule comme la somme de la capitalisation boursière, de la dette nette, intérêts minoritaires et des provisions pour risques et charges.

VE/CA	déc.-12	déc.-13	déc.-14	VE/EBITDA	déc.-12	déc.-13	déc.-14	VE/EBIT	déc.-12	déc.-13	déc.-14
Groupe Steria S.C.A.	0,39x	0,38x	0,37x	Groupe Steria S.C.A.	4,68x	4,31x	3,98x	Groupe Steria S.C.A.	6,15x	5,51x	4,98x
Alten S.A.	0,55x	0,52x	0,48x	Alten S.A.	5,20x	4,84x	4,38x	Alten S.A.	5,67x	5,27x	4,72x
Sopra Group S.A.	0,50x	0,48x	0,46x	Sopra Group S.A.	5,07x	4,72x	4,39x	Sopra Group S.A.	5,74x	5,31x	4,91x
Gfi Informatique S.A.	0,45x	0,44x	0,45x	Gfi Informatique S.A.	6,81x	6,14x	6,02x	Gfi Informatique S.A.	9,34x	8,10x	7,52x
Devoteam S.A.	0,16x	0,16x	0,16x	Devoteam S.A.	3,30x	2,72x	2,25x	Devoteam S.A.	4,36x	3,35x	2,70x
Ausy S.A.	0,38x	0,35x	0,33x	Ausy S.A.	4,93x	4,12x	3,82x	Ausy S.A.	5,20x	4,33x	3,98x
Neurones S.A.	0,46x	0,43x	0,40x	Neurones S.A.	4,60x	4,17x	3,73x	Neurones S.A.	5,00x	4,56x	4,15x
Groupe Open S.A.	0,19x	0,18x	0,18x	Groupe Open S.A.	3,02x	2,84x	2,80x	Groupe Open S.A.	3,47x	3,10x	3,05x
Sii	0,29x	0,28x	0,28x	Sii	3,81x	3,71x	3,66x	Sii	4,67x	4,55x	4,48x
Aubay S.A.	0,41x	0,42x	0,40x	Aubay S.A.	4,88x	4,88x	4,59x	Aubay S.A.	5,20x	5,20x	4,88x
Moyenne	0,38x	0,36x	0,35x	Moyenne	4,63x	4,24x	3,96x	Moyenne	5,48x	4,93x	4,54x
Médiane	0,40x	0,40x	0,38x	Médiane	4,78x	4,24x	3,90x	Médiane	5,20x	4,88x	4,60x

Dans la mesure où les sociétés de l'échantillon communiquent sur des EBITDA et des EBIT avant CVAE nous avons appliqué les multiples issus des prévisions des analystes aux agrégats d'ESR et d'Osiatis avant prise en compte de la CVAE.

Par cette approche, et après application d'une décote d'illiquidité de 10% afin de tenir compte de la taille plus importante des sociétés composant l'échantillon, il ressort les valeurs d'ESR et d'Osiatis présentées ci-dessous :

Synthèse en € / action	ESR	Osiatis
Maximum	1,28 €	7,27 €
Moyenne	0,64 €	6,55 €
Minimum	n.a	5,83 €

S'agissant d'ESR, la valeur issue des comparables boursiers est significativement inférieure à celle découlant de l'approche DCF car cette méthodologie repose sur des agrégats de la Société en retournement. En effet, l'application des multiples d'Ebitda et d'Ebit aux années 2012 et 2013 aboutit à une valeur des fonds propres quasi nulle (avant CVAE), soulignant le risque d'exécution du plan d'affaires. En revanche l'application du multiple de chiffre d'affaires aux agrégats 2012, 2013 et 2014 abouti à une valeur moyenne de 1,28 €.

La méthode des comparables étant peu applicable aux caractéristiques actuelles d'ESR, ces résultats ne sont présentés qu'à titre secondaire. La valeur centrale de l'action ESR de 0,64 €, qui résulte de la moyenne entre la fourchette basse et la fourchette haute, extériorise une prime de 103 % par rapport à l'Offre d'Achat

4.3.4 Transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives à des transactions portant sur le capital de sociétés comparables. Outre le fait que les sociétés faisant l'objet de la transaction doivent être comparables en termes d'activités et de rentabilité, la pertinence de la méthode est également liée au caractère comparable du contexte de la transaction.

Au cas présent, l'Initiateur réalise régulièrement des acquisitions. Au cours de l'année 2011, Osiatis a acquis 6 sociétés ou fonds de commerce. En retenant les transactions significatives (soit 4 opérations supérieures à 1 M€), les multiples médians ressortent s'agissant du chiffre d'affaire à 0,44 x, et à 9,7 x s'agissant du résultat d'exploitation (y compris Interadapt qui opère sur le marché Brésilien).

Par ailleurs, nous avons analysé 13 transactions dans le secteur des services informatiques et en avons retenu 7 portant sur des cibles ayant une activité de SSII en lien avec celle des sociétés parties à l'Offre :

- en juillet 2012, l'acquisition de Lodestone Management Consultants par Infosys : Lodestone Management Consultants fournit des services de conseil concernant la technologie des informations à des entreprises dans les domaines de la finance, pharmacie et des entreprises de biens de consommation ;*
- en mai 2012, l'acquisition de Capula par Royal Imtech : Capula fournit des services de stratégie informatique et de conseil techniques, d'assistance, et de configuration de systèmes ;*
- en mai 2012, l'acquisition de Logica par CGI Group, Logica est une entreprise anglaise de services en informatique, spécialisée dans le conseil, l'intégration de systèmes et l'outsourcing (l'externalisation) ;*
- en avril 2012, l'acquisition d'eLINIA par Adapt Group : eLINIA est une société spécialisée dans l'externalisation des infrastructures informatiques (infogérance) ;*
- en septembre 2011, l'acquisition de Proservia par Manpower France Holdings, Proservia est une société de services spécialisée dans le domaine de la gestion d'infrastructures informatiques (services d'entretien opérationnels de système d'information pour des clients, surveillance, opérations, administration et services de validation) ;*
- en juillet 2011, l'acquisition de Themis Conseil par ITS Group, Themis propose à la fois du conseil en système d'information et du conseil en gestion, ces domaines d'expertises incluent la gouvernance des systèmes d'information et de gestion ainsi que le management de gestion de projet informatique ;*
- en janvier 2011, l'acquisition d'Aura par Umanis, Aura est spécialisée dans la gestion des réseaux et l'externalisation de services informatiques par les filiales suivantes : Aura Ingénierie (conseil, audit, évaluation gestion de projet...) et Infrastructures d'Aura (opération et production, et solutions de sécurité) ;*

Il résulte des éléments présentés ci-avant, les multiples suivants :

Multiple avant décote de minoritaire	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT
Opérations Osiatis	0,44x	n.a	9,72x
Proservia	0,58x	11,50x	14,50x
Aura	0,58x	7,00x	7,10x
Themis conseil	0,64x	n.a	2,60x
Lodestone Management C	1,43x	n.a	n.a
Capula	1,13x	n.a	n.a
Logica	0,55x	6,40x	7,40x
eLINIA	1,30x	7,90x	10,00x
Moyenne	0,83x	8,20x	8,55x
Médiane	0,61x	7,45x	8,56x

Nous avons appliqué les multiples médians aux agrégats historiques 2011 et prévisionnels 2012 issus des plans d'affaires (après CVAE en raison du manque d'informations). S'agissant d'Osiatis, nous avons appliqué une décote de minoritaire de 25%, l'Offre mixte ne conduisant pas à un changement de contrôle de cette société.

Par cette approche, il ressort les valeurs d'ESR et d'Osiatis indiquées ci-dessous :

Synthèse en € / action	ESR	Osiatis
Maximum	n.a	9,00 €
Moyenne	0,92 €	8,12 €
Minimum	n.a	7,24 €

Comme évoqué supra s'agissant de la méthode des comparables boursiers, cette approche nous semble moins pertinente que celle du DCF pour ESR dans la mesure où elle repose sur des agrégats d'une société en retournement. Nous retenons donc cette méthode à titre secondaire qui conduit à une valeur centrale de l'action ESR de 0,92 € et extériorise une prime de 41 % par rapport à l'Offre d'Achat.

4.3.5 Transactions sur le capital d'ESR et autres éléments d'appréciation du prix

a) Processus ayant conduit à la cession de la participation de Monsieur Jean-Guy Barboteau

Après un exercice 2009 marqué par la crise économique, ESR a connu un repli de son activité et de ses résultats en 2010, contraignant la Société à négocier un nouvel étalement de ses dettes fiscales et sociales avec la Commission des Chefs des Services Financiers (CCSF) au début du second semestre de cet exercice. En dépit de l'amélioration de sa situation opérationnelle en 2011, la situation de trésorerie d'ESR a poursuivi sa dégradation en début d'exercice, conduisant la Société à demander un nouveau rééchelonnement de ses charges fiscales et sociales à la CCSF.

La direction d'ESR a recherché dès le premier trimestre 2011 des solutions permettant d'assurer la pérennité de la Société. A cet effet, les conseils juridique et financier d'ESR ainsi que son président ont entamé des démarches auprès de services des affaires spéciales d'établissements financiers, de fonds d'investissement spécialisés en restructuring et d'industriels, principalement dans le secteur des services informatiques.

A la fin du second trimestre 2011, alors que la solution d'un adossement d'ESR s'imposait, la majeure partie de la douzaine de fonds de restructuring contactés avait déjà fait part de leur

absence d'intérêt pour le dossier, notamment en raison du secteur et de la taille de l'entreprise. De ce fait, les discussions se sont poursuivies avec les seuls acteurs industriels au nombre de 6, dont l'un est absent du secteur des services informatiques. Les négociations ont continué jusqu'en juin 2012 avec 4 sociétés, et aboutissent le 29 juin 2012 à l'ouverture d'une période de négociations exclusives par la signature d'un term sheet entre ESR et Osiatis. Selon le management de la Société, ce dernier a été le seul à formuler une offre ferme et à proposer un plan industriel cohérent.

b) Conditions de la cession de la participation de Monsieur Jean-Guy Barboteau

Les opérations portant sur la participation de Monsieur Jean-Guy Barboteau dans ESR et l'émission des ORAN doivent être considérées comme formant un tout. En effet, comme indiqué en partie I et concomitamment à l'augmentation de capital réservée, le processus devant conduire au dépôt de l'Offre implique l'apport de la participation directe de Monsieur Jean-Guy Barboteau à la société B Participations qu'il contrôle. Cette opération a pour but l'émission d'ORAN par B Participations pour un montant total de 2,4 M€ souscrite par Osiatis devant permettre le remboursement immédiat d'une dette personnelle de Monsieur Jean-Guy Barboteau et corrélativement, la levée d'un nantissement sur les titres ESR qu'il détient et, par conséquent, de rendre possible leur échange contre des titres Osiatis.

S'agissant de ce dernier point, le Protocole stipule que Monsieur Jean-Guy Barboteau s'engage irrévocablement à ce que B Participations apporte la totalité des titres ESR qu'elle détient, soit 2 281 131 actions (représentant 46,80% du capital pré-augmentation de capital et 17,72% post augmentation de capital) à l'Offre Mixte.

Alternativement, l'Initiateur peut demander le transfert de ces actions à Osiatis par cession de 391 431 actions ESR à un prix unitaire de 1,30 €, et par apport de bloc pour 1 889 700 actions ESR dans un rapport d'échange de 13 actions Osiatis pour 70 actions ESR, conduisant à une répartition numéraire/titres Osiatis équivalente à celle de l'Offre Mixte.

A l'issue de cet apport à l'Offre (ou de ce transfert), B Participations percevra donc :

- un montant en espèces de 509 K€ ;*
- un total de 350 943 actions Osiatis, dont 342 857, soit 97,7%, sont nanties au profit d'Osiatis à titre de garantie du remboursement des ORAN.*

Les principales caractéristiques des ORAN sont les suivantes :

- Nombre d'obligations émises et valeur nominale : 1 846 154 ORAN à 1,30 € de valeur nominale, soit un produit d'émission de 2,4 M€ ;*
- Date d'émission : 14 septembre 2012 ;*
- Date d'échéance : 15 septembre 2015, soit une durée de 3 ans ;*
- Rémunération : intérêt annuel de 4% capitalisé, payé à la date d'échéance ;*
- Remboursement : à l'initiative de l'émetteur, soit par anticipation en numéraire uniquement, soit à la date d'échéance en actions Osiatis toujours à l'initiative de l'émetteur (voir ci-dessous) ;*
- Garantie : nantissement de 1 846 154 actions ESR, ou, post Offre, 342 857 actions Osiatis (sur la base de 70 actions ESR pour 13 actions Osiatis) ; dividendes nantis dans la limite des intérêts dus à la date d'échéance.*

Afin de déterminer si ces opérations connexes (apport à B Participations des actions ESR, apport à l'Offre ou transfert de ces actions à Osiatis et émission des ORAN) à l'Offre conféraient un avantage à B Participations, et donc à Monsieur Jean-Guy Barboteau, nous avons dans un premier temps recherché sans succès des émissions d'obligations susceptibles d'être comparées avec celle envisagée, laquelle présente la particularité d'inclure une sûreté

réelle sur des titres non liés à l'émetteur, étant précisé que les conditions d'apport à l'Offre (ou de transfert à Osiatis) sont identiques à celles proposées aux autres actionnaires apportant à l'Offre Mixte. Nous avons cependant pu apprécier le taux retenu pour l'ORAN à l'aune d'un financement de même montant et de même durée que pourrait obtenir Osiatis, soit 3,65%, inférieur à celui auquel est soumise B Participations.

Nous avons toutefois cherché à déterminer par une approche de valorisation financière la situation de Monsieur Jean-Guy Barboteau, si on l'assimilait, en raison de l'option dont il bénéficie de rembourser en numéraire ou en titres, à celle d'un titulaire d'options d'achat et de vente. En partant du principe que le taux d'intérêt retenu pour l'ORAN est proche d'un taux de marché pour un emprunt assorti d'une garantie, il résulterait de notre analyse, que ces opérations équivalent à faire bénéficier B Participations :

- d'une option d'achat (ou call) de type américain à 3 ans sur les actions Osiatis qu'il détient, avec un prix d'exercice de 7 €, dans la mesure où, entre la date d'émission des ORAN et la veille de leur date d'échéance, B Participations a la possibilité de les rembourser en numéraire, ce qui n'est économiquement pertinent que si le cours de l'action Osiatis atteint ou dépasse 7 €.*
- d'une option de vente (ou put) de type européen à 3 ans sur les actions Osiatis qu'il détient, avec un prix d'exercice de 7 €, dans la mesure où, à la date d'échéance B Participations aura l'occasion de se libérer de sa dette moyennant la restitution des actions Osiatis qu'elle possède et données en nantissement au souscripteur de ORAN, et ce, quel que soit le cours de l'action Osiatis.*

L'Offre propose à l'actionnaire minoritaire, à son choix, d'apporter ses actions ESR soit à l'Offre Mixte, soit à l'Offre d'Achat. En supposant que l'actionnaire minoritaire apporte à l'Offre d'Achat un nombre de titres ESR équivalent à celui dont dispose B Participations pour garantir les ORAN, soit 1 846 154 actions, celui-ci disposerait d'un patrimoine de 2,4 M€ ($1\,846\,154 \times 1,30 \text{ €}$). Afin de déterminer cette valeur, il convient donc de comparer ce patrimoine de 2,4 M€ à celui de B Participations, composé de 342 857 actions Osiatis d'une valeur d'environ 5 €, selon les derniers cours relevés au début du mois d'août 2012, et des deux options évoquées ci-avant portant sur le même nombre de titres. Cette analyse requiert donc la valorisation des deux options.

Pour ce faire, nous retenons les hypothèses centrales suivantes :

- Valeur du sous-jacent (action Osiatis) : 5 € ;*
- Prix d'exercice : 7 € ;*
- Durée à l'échéance : 3 ans ;*
- Taux sans risque à 3 ans : 0,80% ;*
- Taux de volatilité : 21%, étant précisé que ce taux est identique à celui retenu par l'expert indépendant pour la valorisation de la Promesse de Vente Inconditionnelle consentie à Monsieur Jean-Guy Barboteau (cf. infra).*

Sur ces bases et selon cette approche de valorisation, la valeur unitaire d'un call selon le modèle Black & Scholes ressortirait à 0,23 € et celle d'un put à 2,06 €, soit un patrimoine total détenu par B Participations estimé à 2,5 M€ [$342\,857 \text{ actions Osiatis} \times (5 \text{ €} + 0,23 \text{ €} + 2,06 \text{ €})$]. Comparé à 2,4 M€ pour un actionnaire minoritaire disposant au départ du même nombre d'actions ESR, l'option conférée à B Participations aurait une valeur estimée à environ 100 K€. Cette valeur dépend principalement du taux de volatilité retenu ; nous présentons donc ci-après la sensibilité de celle-ci à la variation du taux de volatilité :

Volatilité	Option d'achat	Option de vente	Nombre de titres Osiatis	Valeur du patrimoine de B. Part.	Valeur patrim. de l'actionnaire minoritaire	Différence
18,00%	0,15 €	1,98 €	342 857	2 447 508 €	2 400 000 €	47 508 €
19,00%	0,18 €	2,01 €	342 857	2 464 847 €	2 400 000 €	64 847 €
20,00%	0,21 €	2,04 €	342 857	2 483 032 €	2 400 000 €	83 032 €
21,00%	0,23 €	2,06 €	342 857	2 501 971 €	2 400 000 €	101 971 €
22,00%	0,26 €	2,09 €	342 857	2 521 583 €	2 400 000 €	121 583 €
23,00%	0,29 €	2,12 €	342 857	2 541 798 €	2 400 000 €	141 798 €
24,00%	0,33 €	2,15 €	342 857	2 562 550 €	2 400 000 €	162 550 €

Sur la base des hypothèses centrales, la valeur de cette option, rapportée à une action ESR ressortirait à 0,055 €, soit 4,25% (entre 1,98% et 6,77% aux bornes de l'analyse de sensibilité).

On relèvera par ailleurs que Monsieur Jean-Guy Barboteau est soumis à des contraintes que n'ont pas les autres actionnaires d'ESR. En effet, contrairement aux autres actionnaires qui peuvent librement arbitrer un apport à l'Offre d'Achat ou à l'Offre Mixte, sans limitation, Monsieur Jean-Guy Barboteau est tenu contractuellement d'apporter ses titres à l'Offre Mixte. En outre, Monsieur Jean-Guy Barboteau est le seul à consentir un management certificate qui peut conduire à le priver de tout ou partie de sa rémunération en actions Osiatis attribuées au titre de ses fonctions managériales dans le groupe, alors même que ces Promesses ont fait l'objet d'un paiement de sa part (voir infra).

Ainsi, l'avantage financier accordé à Monsieur Jean-Guy Barboteau au titre de l'émission des ORAN qui pourrait être constaté dans le cadre de l'approche de valorisation que nous avons effectuée, dont le montant est peu significatif, nous semble être, en tout état de cause, compensé par le risque financier relatif aux garanties accordées par Monsieur Jean-Guy Barboteau à l'Initiateur, contrainte que ne connaît pas l'actionnaire minoritaire. L'analyse de l'ensemble de ces éléments nous conduit à conclure que les conditions financières de cession de la participation de Monsieur Jean-Guy Barboteau ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

c) Autres éléments d'appréciation du prix d'Offre

A l'issue de l'opération de rapprochement, Monsieur Jean-Guy Barboteau restera Président directeur général d'ESR et membre de l'équipe dirigeante d'Osiatis. A ce titre, sa rémunération en tant que mandataire social non salarié, il percevra à compter du 1^{er} janvier 2013 :

- une rémunération annuelle totale brute fixe (y compris avantage en nature) de 250 000 € ;
- une rémunération annuelle totale brute variable maximum de 50 000 € en fonction de la réalisation d'objectifs à définir (atteinte d'un ROC avant CVAE de 1,75 M€ pour ESR en 2012) ;

En outre, en cas de cessation de ses fonctions à l'initiative d'Osiatis et en absence de faute lourde de la part de Monsieur Jean-Guy Barboteau, ce dernier percevra sous conditions d'atteinte de performance par ESR une indemnité de départ égale à la partie fixe de sa rémunération qui lui aurait été attribuée entre la date de cessation de ses fonctions et le 30 juin 2015. Par ailleurs, Monsieur Jean-Guy Barboteau est soumis à une clause de non concurrence d'une durée de 5 ans sans contrepartie à la charge d'Osiatis.

Ces éléments de rémunération sont à comparer à la rémunération perçue par Monsieur Jean-Guy Barboteau pour les exercices 2010 et 2011 au titre de ses fonctions chez ESR, soit 196 K€ par an, et à celles des membres du directoire d'Osiatis, soit environ 330 K€ par an en 2011,

lesquels bénéficient également d'un régime d'indemnités susceptibles d'être dues à raison de la cessation ou du changement de fonction.

Enfin, en raison de son rôle futur au sein du groupe Osiatis, Monsieur Jean-Guy Barboteau bénéficie d'un plan d'intéressement lui permettant d'acquérir au maximum 500 000 actions Osiatis dont les conditions et modalités sont établies par une Promesse de Vente Conditionnelle (ci-après la Promesse) qui ne prendra effet qu'à la date à laquelle Osiatis détiendra plus de 75% du capital d'ESR.

Cette Promesse ne sera exerçable qu'en cas :

- d'offre publique visant le capital d'Osiatis avant le 15 octobre 2015 ; et/ou*
- de l'atteinte de certaines moyennes pondérées sur 120 jours de bourse du cours de l'action Osiatis entre juin 2013 et le 31 décembre 2016 ; et/ou*
- de l'atteinte d'agrégats financiers en 2013 ou 2014.*

Ces conditions sont globalement similaires à celles imposées pour l'exercice des Bons de Souscription d'actions accordés aux membres du directoire et aux principaux cadres d'Osiatis, les paramètres de marché retenus (cf. infra) tenant bien entendu compte de l'évolution des marchés.

La proportion d'actions qui pourra effectivement être acquise par le bénéficiaire dépendra du prix de l'éventuelle offre publique ou de la moyenne de cours atteinte. Le nombre d'actions qui pourra être acquis peut également être réduit en cas de révocation pour faute grave ou de décès (situation de medium leaver), voire ramené à zéro en cas de démission ou de révocation pour faute lourde (situation de bad leaver). En tout état de cause, la Promesse sera caduque le 31 décembre 2016 ou le trentième jour suivant la clôture d'une éventuelle offre sur les actions Osiatis. Enfin, la plus-value éventuelle tirée de la cession des actions remises dans le cadre de la Promesse peut se voir réduite en cas d'inexactitude dans les déclarations et garanties données par Monsieur Jean-Guy Barboteau à Osiatis dans le cadre du management certificate signé le 26 juillet 2012.

Le prix de la Promesse a été fixé à 81,5 K€ pour 500 000 actions, soit 0,163 € par action sous promesse, cette somme restant définitivement acquise par Osiatis, a été déterminée par la société Accuracy qui a remis son rapport d'expert indépendant le 10 juillet 2012, sur la base des paramètres structurants suivants :

- un prix d'exercice de 5,20 € ;*
- une valeur du sous-jacent de 5,18 € correspondant à la moyenne des 20 derniers jours de cours de bourse du titre Osiatis au 30 juin 2012 ;*
- une volatilité à long terme de 21,1% reposant sur l'analyse de la volatilité historique et calculée en effectuant la moyenne de la volatilité à 1 an (24,2%) et la volatilité EWMA - Exponentially Weighted Moving Average - (18%), justifiée par le fait que la volatilité sur une période plus longue « est nettement biaisée par les effets de la crise boursière et bancaire récente ».*

S'agissant de ce plan d'intéressement, nous notons que Monsieur Jean-Guy Barboteau bénéficie d'une Promesse portant sur un volume d'actions légèrement inférieur à celui octroyé à Monsieur Bruno Grossi, membre du directoire et co-président d'Osiatis, soit 550 000 BSA. Par ailleurs, nous relevons que la volatilité retenue se situe en bas de fourchette de la volatilité historique observée sur l'action Osiatis abstraction faite de la période 2008-2011, influant à la baisse le prix de la Promesse.

Ainsi, autant que nous puissions en juger, il ne nous semble pas que les conditions de rémunération de Monsieur Jean-Guy Barboteau soient susceptibles de remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre actionnaires dans la mesure où :

- elles sont alignées sur celles dont bénéficient les autres membres du directoire ;
- le relèvement de la volatilité n'aurait pas d'impact significatif sur les conditions financières globales de l'Offre (coût à la charge de Monsieur Jean-Guy Barboteau de 30 K€ supplémentaires pour une volatilité de 24% contre 21,1%).

5. Analyse critique des travaux de L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 de l'AMF en date du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par la banque présentatrice, Bryan, Garnier & Co (ci-après « Bryan Garnier » ou « la Banque »).

5.1 Choix des méthodes et des critères d'évaluation

Pour les deux sociétés, la Banque a écarté, comme nous-mêmes, la référence à l'actif net comptable. Elle a également exclu l'approche par l'actualisation des flux de dividendes au motif que le taux de distribution n'est pas déterminable.

Faute de suivi de bureaux d'analyse financière couvrant le titre ESR, la Banque, comme nous-mêmes, n'a pas mis en œuvre cette approche pour évaluer la Société. En revanche, Bryan Garnier a retenu cette référence à titre indicatif pour Osiatis, critère que nous avons également développé à titre secondaire.

Enfin, la Banque exclut la méthode des transactions comparables en estimant que les opérations à sa disposition se sont déroulées dans des contextes non comparables. Pour notre part, nous avons développé cette méthode à titre secondaire en nous fondant sur les transactions réalisées par Osiatis au cours de l'année 2011, ainsi que sur les opérations portant sur des SSI effectuées au cours des 18 derniers mois.

S'agissant des critères et méthodes retenus, la Banque retient, pour les deux sociétés et à titre principal, les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et des comparables boursiers et, à titre secondaire, l'analyse du cours de bourse, approches que nous avons également développées.

5.2 Analyse des résultats des critères et méthodes utilisés

Le tableau ci-dessous présente le résultat des méthodes et critères mis en œuvre conjointement par la Banque et par nous-mêmes pour l'évaluation d'ESR :

Comparaison de l'Offre d'Achat au prix par action d'ESR en fonction des critères utilisés	BM&A		Banque	
	Valeur centrale par action	Prime / (décote)	Valeur centrale par action	Prime / (décote)
Approche à titre principal				
Actualisation des flux futurs de trésorerie	1,18 €	11%	0,97 €	34%
Approche à titre secondaire				
Cours de bourse				
6 mois	0,83 €	57%	0,82 €	59%
3 mois	0,63 €	107%	0,63 €	106%
20 jours	0,50 €	158%	0,51 €	155%
Cours au 29 juin 2012	0,54 €	141%	0,55 €	136%
Comparables boursiers	0,64 €	103%	1,27 €	3%

Nos résultats respectifs relatifs à la valeur d'Osiatis sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Comparaison de la valeur par action d'Osiatis en fonction des critères utilisés	Valeur centrale par action	
	BM&A	Banque
Approche à titre principal		
Actualisation des flux futurs de trésorerie	6,65 €	8,20 €
Comparables boursiers	6,55 €	7,02 €
Approche à titre secondaire		
Cours de bourse		
6 mois	5,60 €	5,60 €
3 mois	5,57 €	5,60 €
20 jours	5,18 €	5,20 €
Cours au 29 juin 2012	5,05 €	4,90 €
Consensus d'analystes	7,30 €	7,30 €

Les résultats obtenus par la Banque et nous-mêmes ne présentent pas de divergences significatives sur les méthodes retenues à titre de recoupement (cours de bourse et consensus d'analyste). En revanche, nos résultats diffèrent quelques peu s'agissant des méthodes des flux futurs de trésorerie et des comparables boursiers.

5.2.1 Méthode du DCF

A titre liminaire, il convient de préciser que nos travaux ainsi que ceux de la Banque reposent sur le plan d'affaires établi par le management pour ESR et sur le consensus d'analystes pour Osiatis. Toutefois, dans sa présentation, Bryan Garnier considère la CVAE comme une partie intégrante de l'impôt alors que nous l'avons considérée comme une charge opérationnelle. Cette nuance a pour conséquence d'afficher un excédent brut d'exploitation différent alors que nos flux de trésorerie sur l'horizon explicite sont identiques.

Les principales divergences, hormis le taux d'actualisation, portent sur les points suivants :

- s'agissant d'ESR la Banque a prolongé le plan d'affaires du management sur cinq exercices supplémentaires afin de modéliser une période de ralentissement de la croissance annuelle avant l'année normative, étant entendu que Bryan Garnier retient un taux de croissance à l'infini égal à 1,5% puis 1% au-delà de 2031. Pour notre part, nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,5% ; nous avons considéré que l'atterrissage de croissance entre l'année 2016 (+4% de chiffre d'affaires) et l'année normative ne nécessitait pas le prolongement du plan d'affaires dans la mesure où nous interprétons cet exercice comme un retour au niveau d'activité atteint en 2008.

Par ailleurs, à l'horizon du plan d'affaires de la Société, la Banque retient un taux de marge d'EBE de 7,5% du chiffre d'affaires. De notre côté, nous basons nos travaux sur un taux de marge d'EBE de 6,2% après CVAE, soit un taux de marge d'excédent brut d'exploitation comparable de 7,8%, supérieur de 0,2% à celui de la Banque.

- *concernant Osiatis, le seul écart susceptible d'être relevé porte sur la situation financière nette. Bryan Garnier considère que les ORAN seront remboursées en titres alors que nous avons retenu leur valeur de remboursement nominale.*

S'agissant enfin du taux d'actualisation de 13,2% utilisé par Banque pour ESR et de 10,3% pour Osiatis, qui diffère par le bêta, nous avons privilégié un taux d'actualisation identique entre les deux sociétés, dans la mesure où le bêta d'ESR post augmentation de capital n'est pas déterminable à partir des paramètres de marché actuels. Toutefois, compte tenu des performances historiques d'ESR et d'Osiatis, le risque d'exécution du plan d'affaires des deux sociétés n'est effectivement pas identique et ce même si les deux sociétés dégagent des marges comparables à l'issue de leurs plans d'affaires. Mais cette différence est difficilement mesurable dans un contexte où l'incertitude sur la continuité d'exploitation d'ESR est levée. Ce biais positif profite à l'actionnaire d'ESR dans la détermination de la parité. Par ailleurs, nous avons utilisé un taux d'actualisation long terme dans nos analyses de sensibilité.

La Banque estime une valeur centrale de 0,97 € par action ESR, inférieure à notre fourchette de valeurs, de 1,11 € à 1,25 €, intégrant des éléments de détermination du taux d'actualisation long terme. S'agissant d'Osiatis, Bryan Garnier estime une valeur centrale de 8,2 € par action, supérieure à la borne haute de 7,25 € de notre fourchette de valorisation.

5.2.2 Méthode des comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de cette méthode, la différence majeure tient à l'échantillon retenu. Hormis les six sociétés communes à nos travaux, Sopra Group, Groupe Steria, Neurones, GFI Informatique, Devoteam et Groupe Open, Bryan Garnier a inclus Econocom Group. Par ailleurs, la Banque n'a pas retenu Ausy, SII, Aubay et Alten qui nous semblent répondre aux besoins du marché en matière de SI, même si elles peuvent évoluer sur des segments de marché quelque peu différents.

Bryan Garnier, tout comme nous, a retenu les multiples de chiffre d'affaires, d'Ebitda et de résultat d'exploitation pour Osiatis mais a considéré uniquement les multiples de chiffre d'affaires pour ESR. Sur ce point, et comme évoqué ci-avant, il nous semble que les valeurs négatives de la Société issues des multiples d'Ebitda et de résultat d'exploitation extériorisent le risque d'exécution du plan d'affaires. La Banque applique ses multiples aux agrégats 2012 et 2013, approche que nous retenons également et que nous avons étendue aux agrégats 2014.

Enfin, de notre côté nous retenons une décote de taille de 10% sur les multiples issus de l'échantillon, aboutissant aux multiples suivants :

	BM&A		Banque
	Avant décote	Après décote	
Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires			
2 012	0,40x	0,36x	0,40x
2 013	0,40x	0,36x	0,38x
2 014	0,38x	0,34x	n.a
Valeur d'entreprise / EBITDA			
2 012	4,78x	4,30x	4,50x
2 013	4,24x	3,82x	4,10x
2 014	3,90x	3,51x	n.a
Valeur d'entreprise / EBIT			
2 012	5,20x	4,68x	5,10x
2 013	4,88x	4,39x	4,60x
2 014	4,60x	4,14x	n.a

Les travaux de la Banque relatifs aux comparables boursiers conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 1,24 € et 1,29 € pour ESR, contre une valeur centrale de 0,64 € selon nos analyses dans la mesure où nous retenons également les multiples de profitabilité. S'agissant d'Osiatis, Bryan Garnier parvient à une fourchette de 6,1 € à 7,7 € contre 5,8 € à 7,3 € pour notre part.

6. Conclusion

Nos diligences avaient pour objectif d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, des prix par action ESR proposés dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à Osiatis, et dans celui de l'Offre Publique Alternative Simplifiée qui devra lui succéder.

Compte tenu de la situation de difficulté financière que rencontre actuellement ESR, nous avons mené deux approches : l'une ne tenant pas compte de l'augmentation de capital, afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 0,50 € par action ESR de cette opération ; l'autre intégrant l'apport en numéraire généré par l'augmentation de capital réservée, cette dernière permettant à la Société de lever les réserves pesant sur la continuité de son exploitation, afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 1,30 € par action ESR proposé dans le cadre de l'Offre d'Achat, ou de la remise d'une somme de 2,90 € en espèces et 2 actions Osiatis, contre 13 actions ESR proposée dans le cadre de l'Offre Mixte.

S'agissant de l'augmentation de capital réservée, le prix de 0,50 € par action a été fixé sur la base de la moyenne pondérée des 3 et des 20 derniers cours de clôture précédant l'annonce du rapprochement d'ESR avec Osiatis. Le prix par action proposé dans le cadre de l'augmentation de capital réservée est donc en ligne avec la valeur boursière de la Société. Compte tenu de sa liquidité, le cours de bourse de la Société pourrait constituer une référence de valorisation pré-augmentation de capital réservée, mais il n'appréhende pas la totalité des difficultés d'ESR, notamment les plus récentes, et par conséquent le risque de faillite pesant sur la Société en l'absence d'opération de recapitalisation. Dans un tel cas, compte tenu de la nature de l'activité, du niveau d'endettement et en l'absence d'actifs tangibles susceptibles d'être cédés, la valeur par action que peut espérer retrouver un actionnaire serait probablement inférieure à ce prix, voire nulle. Afin de corroborer cette appréciation nous avons déterminé un taux d'actualisation implicite de 17 % qui, appliqué au plan d'affaires utilisé dans nos travaux dans le cadre de l'Offre, permet d'atteindre la valeur par action ESR de 0,50 €. Ce coût du risque nous paraît peu élevé eu égard à la situation de la Société, et par conséquent, le prix de 0,50 € nous semble constituer un maximum.

Concernant le prix proposé dans le cadre de l'Offre d'Achat, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, que nous retenons à titre principal en raison de la situation de retournement anticipée par le plan d'affaires d'ESR, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 1,11 € et 1,25 €, extériorisant des primes comprises entre 4,3 % et 17 %. Les valeurs issues des autres méthodes et critères retenus sont synthétisés dans le tableau suivant :

Méthodes / Critères	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 30-juin.2012)			Cours de bourse (Cours moyen pondéré au 29 juin 2012)				Méthode des comparables boursiers			Transactions comparables		
	Minimum ¹	Centrale ¹	Maximum ¹	6 mois	3 mois	20 jours de bourse	clôture au 29 juin 2012	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum
Valeur par action ESR	1,11 €	1,18 €	1,25 €	0,83 €	0,63 €	0,50 €	0,54 €	n.a	0,64 €	1,28 €	n.a	0,92 €	n.a
Prime / décote	17,0%	10,6%	4,3%	56,5%	107,3%	158,2%	140,7%	n.a	102,8%	1,4%	n.a	41,0%	n.a

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal pour l'action ESR

S'agissant de l'Offre Mixte, compte tenu de la part en numéraire, nous avons calculé les primes et décotes en reconstituant une valeur d'échange de 2,90 € plus 2 actions Osiatis par rapport à 13 actions ESR, les actions des deux sociétés étant valorisées à méthode ou critère identique lorsque cela est possible. Dans la mesure où l'actionnaire peut choisir sans restriction entre l'Offre d'Achat et l'Offre Mixte, nous avons également comparé cette même valeur d'échange par rapport à 13 actions ESR d'une valeur de 1,30 €.

Méthodes / Critères	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 30-juin.2012)			Cours de bourse (Cours moyen pondéré au 29 juin 2012)				Méthode des comparables boursiers			Transactions comparables			Cours cible des analystes
	Minimum	Centrale	Maximum	6 mois	3 mois	20 jours de bourse	clôture au 29 juin 2012	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum	Juin - juillet 2012
Valeur par action Osiatis	6,04 €	6,65 €	7,25 €	5,60 €	5,57 €	5,18 €	5,05 €	5,83 €	6,55 €	7,27 €	7,24 €	8,12 €	9,00 €	7,30 €
Contre valeur action ESR (A)	1,15 €	1,25 €	1,34 €	1,08 €	1,08 €	1,02 €	1,00 €	1,12 €	1,23 €	1,34 €	1,34 €	1,47 €	1,61 €	1,35 €
Valeur par action ESR (B) (cf tabx. précédent)	1,11 €	1,18 €	1,25 €	0,83 €	0,63 €	0,50 €	0,54 €	n.a	0,64 €	1,28 €	n.a	0,92 €	n.a	n.a
Prime / décote (= A/B - 1) à méthode identique	3,7%	6,0%	7,4%	30,6%	72,2%	102,5%	85,2%	n.a	91,9%	4,6%	n.a	59,8%	n.a	n.a
Prix de l'offre d'achat (C)	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €
Prime / décote (= C/B - 1) sur le prix de l'offre d'achat	-11,3%	-4,2%	3,0%	-16,6%	-16,9%	-21,6%	-23,1%	-13,9%	-5,3%	3,2%	2,8%	13,3%	23,6%	3,6%

A méthodes et critères identiques, l'Offre Mixte présente globalement des primes, quoique moins élevées que l'Offre d'Achat, notamment pour la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie retenue à titre principal, qui présente même une légère décote sur la valeur centrale. Compte tenu d'une valeur d'ESR de 1,30 € par action proposée par l'Offre d'Achat, la valeur d'échange est nettement moins favorable à l'actionnaire d'ESR, ce qui est normal puisque l'Offre Mixte a été élaborée en fixant la valeur de l'action Osiatis à 7,00 €, alors que la plupart des critères et méthodes conduisent à une valeur d'Osiatis inférieure, en particulier le critère du cours de bourse. Par conséquent, il serait rationnel de la part d'un actionnaire d'ESR désireux d'accompagner le rapprochement des deux sociétés, d'apporter ses actions à l'Offre d'Achat, puis d'utiliser tout ou partie du produit de la vente pour acquérir des titres Osiatis sur le marché dont le cours s'établit actuellement à environ 5,40 €. Toutefois, mise en œuvre massivement, cette stratégie d'arbitrage pourrait se révéler inopérante en raison d'une hausse importante du cours d'Osiatis.

Par ailleurs, nous avons analysé les conditions dans lesquelles s'est réalisé le rapprochement entre les deux sociétés, ainsi que les opérations connexes à l'Offre auxquelles Monsieur Jean-Guy Barboteau est associé. Il convient de relever que le rapprochement entre ESR et Osiatis est l'aboutissement d'un processus de recherche qui a conduit la direction de la Société et ses conseils à entrer en contact avec une vingtaine de partenaires potentiels, financiers et industriels, parmi lesquels seul Osiatis a formulé une offre ferme et proposé un plan industriel. Concernant les opérations connexes, nous n'avons pas identifié d'éléments susceptibles d'impacter les conditions de l'Offre

appréciée globalement et, partant, remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Compte tenu de l'ensemble de ce qui précède, notre opinion est que, d'une part, le prix de 0,50 € proposé dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à Osiatis est équitable d'un point de vue financier, et que, d'autre part les termes de l'Offre Publique Alternative Simplifiée proposant :

- un prix de 1,30 € par action ESR dans le cadre de l'Offre d'Achat,*
ou
- la remise d'une somme de 2,90 € en espèces et 2 actions Osiatis, contre 13 actions ESR dans le cadre de l'Offre Mixte,*

sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires d'ESR.

Dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois suivant l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 1,30 € par action ESR proposé dans ce cadre serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 30 août 2012

Bellot Mullenbach & Associés

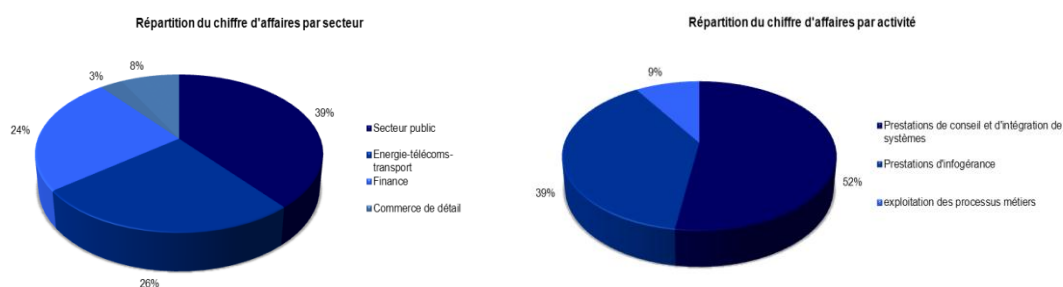
Pierre Béal

Eric Blache

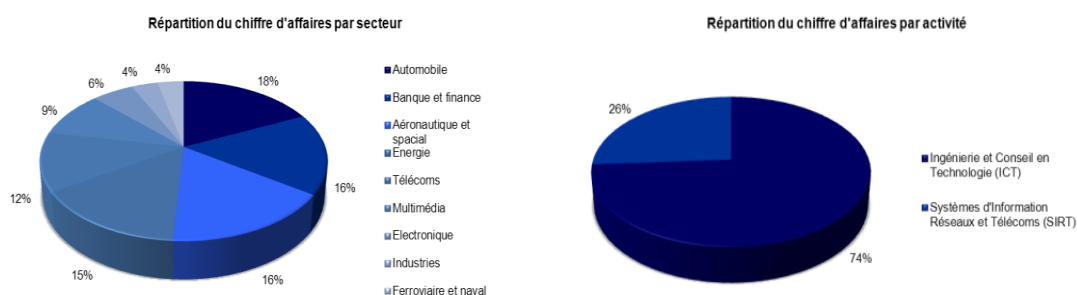
Associés

Annexe : Les comparables boursiers (1/5)

- **Groupe Steria S.C.A. :** La société est l'une des principales sociétés de services informatiques françaises avec près de 20 000 collaborateurs répartis dans 16 pays (68% du chiffre d'affaires à l'international). Le groupe a deux cœurs de métier : services gérés (maintenance applicative, gestion des infrastructures informatiques, externalisation des processus d'affaires) et services d'Intégration de systèmes (conseil en SI, intégration de systèmes). Groupe Steria SCA fournit ses services aux secteurs de la banque (aux opérations de banque), de l'assurance, de la défense, de l'énergie, et aux secteurs gouvernementaux et de la santé.

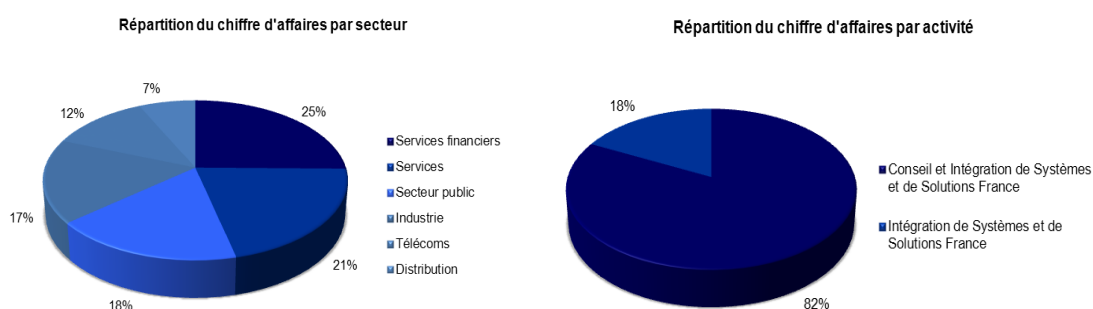


- **Alten S.A. :** Créée en 1988 par trois ingénieurs, la société compte aujourd'hui près de 15 500 collaborateurs présents dans 14 pays (33% du chiffre d'affaires à l'international) avec un positionnement sur les métiers de l'ingénieur. Les activités de la société incluent ainsi aussi bien la conception, le développement des systèmes, que la fourniture de services liés à l'installation, la restructuration de systèmes d'information et l'entretien des plates-formes. Les clients principaux de la société sont des fabricants d'équipement de télécommunication, d'équipements électriques et électroniques, des sociétés dans l'aviation, l'aérospatiale, la défense, le transport, le processus et des industries de services.

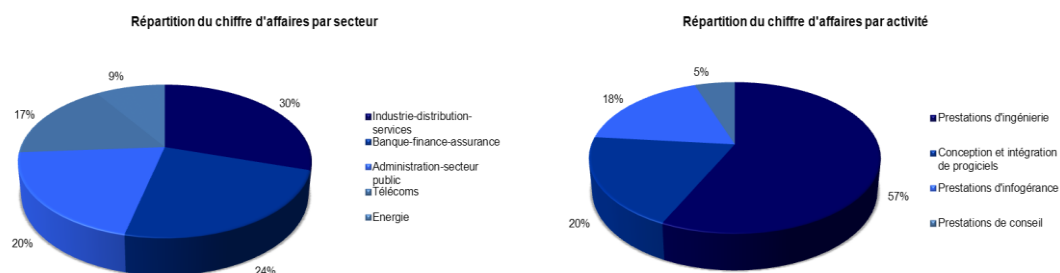


Annexe : Les comparables boursiers (2/5)

- **Sopra Groupe S.A.** : Sopra compte 12 600 collaborateurs et réalise 77% de son chiffre d'affaires en France. L'activité du groupe s'organise autour de 2 pôles : (i) intégration de solutions et de systèmes et (ii) prestations de conseil. Ses services incluent le conseil, la mise en place de ressource d'entreprise, la gestion de la relation client (CRM), le génie logiciel de site, et la veille économique (BI)... La Société est présente en France, le Benelux, le Maroc, l'Allemagne, l'Inde, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suisse. En juin 2011, le groupe a procédé à la scission de l'activité intégration de solutions d'échanges entre applications hétérogènes (Axway).

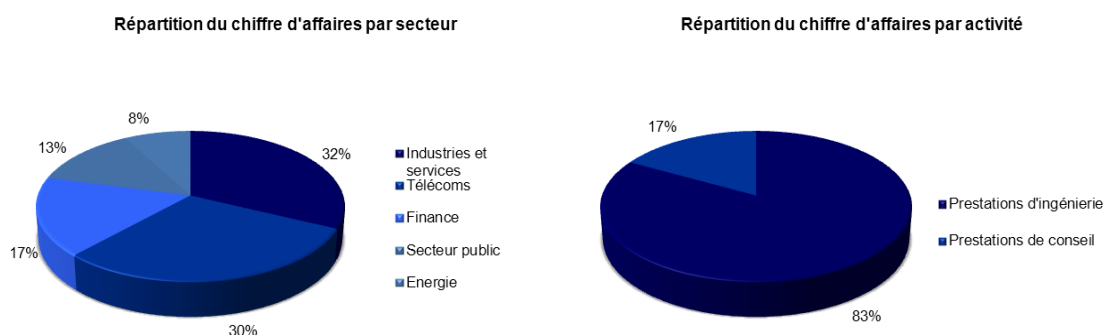


- **GFI Informatique S.A.** : GFI Informatique SA est une société spécialisée dans la technologie de l'information et la communication. La société a quatre activités économiques principales : conseil, intégration, externalisation et logiciel. Le groupe réalise 79% de son chiffre d'affaires en France et emploie 9 600 personnes.

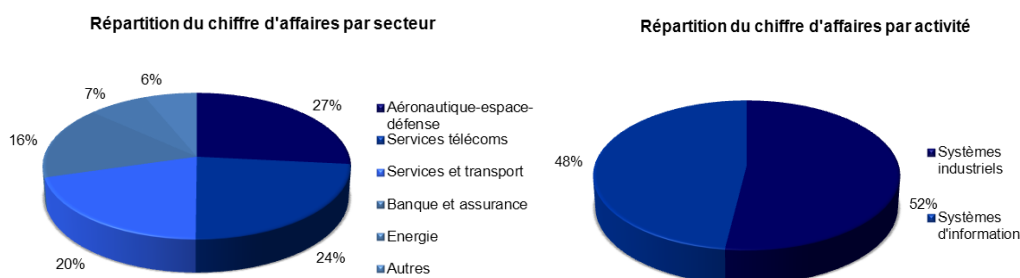


Annexe : Les comparables boursiers (3/5)

- **Devoteam S.A.** : SSII tournée vers le conseil dédié aux infrastructures réseaux, aux systèmes informatiques (la solution et l'intégration de système, la gestion de projet, le développement d'application, la mise en œuvre et l'assistance client) et à la sécurité de l'information. Devoteam compte plus de 4 800 collaborateurs et réalise 55% de son chiffre d'affaires en France. Les clients principaux de la Société incluent des opérateurs dans l'industrie, la distribution, le secteur bancaire et le secteur public.

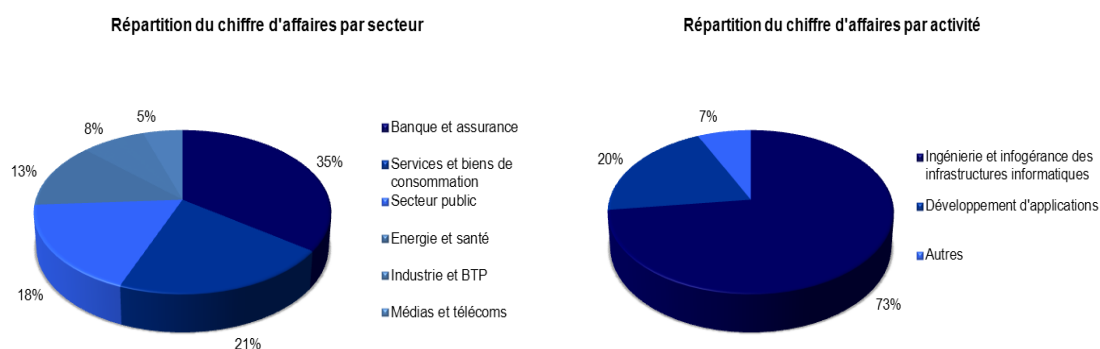


- **Ausy S.A.** : SSI organisée autour de deux domaines d'activités : les systèmes industriels complexes et les systèmes d'information et réseaux. Ausy est spécialisée dans les domaines de technologie de l'information, l'assistance, l'électronique des systèmes d'information, des réseaux et des services de conseil liés aux systèmes d'information et des télécommunications. Ausy compte environ 3 600 collaborateurs, et réalise 79% de son chiffre d'affaires en France.

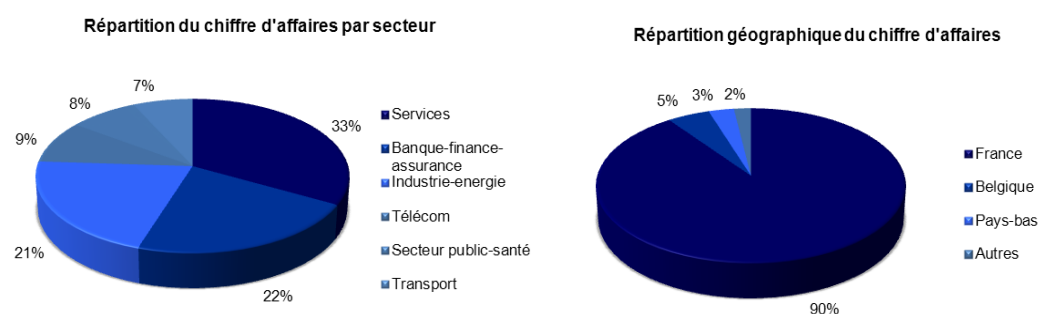


Annexe : Les comparables boursiers (4/5)

- **Neurones S.A.** : SSII généraliste créée en 1985, elle compte environ 3 500 collaborateurs. L'entreprise propose à la fois une offre d'infogérance, activité récurrente, et du conseil en France. Plus précisément, la typologie des activités est la suivante : (i) ingénierie et infogérance des infrastructures informatiques (conception et intégration de systèmes réseaux, de systèmes de sécurité informatique et de supervision à distance, gestion de serveurs et de postes de travail...) et (ii) développement d'applications (prestations de conseil, développement de progiciels, déploiement d'applications de pilotage, réalisation de sites Intranets, Extranets et de portails, prestations de maintenance et de formation).

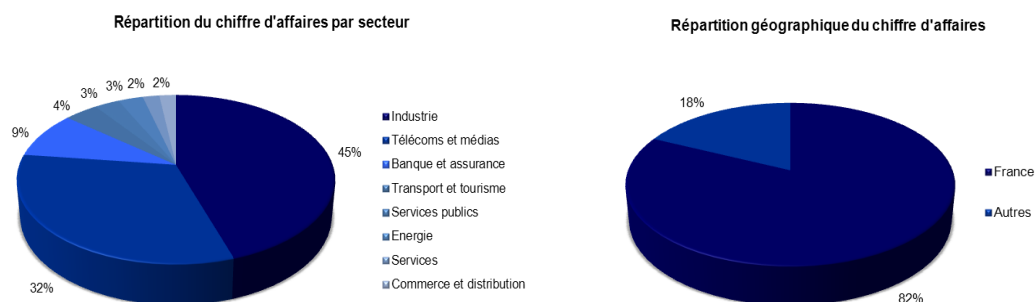


- **Groupe Open S.A.** : principalement présente en France (90% du chiffre d'affaires), la société propose à la fois du conseil en système d'information au travers de sa filiale Teamlog et de la gestion de SI, d'infrastructure au travers de sa filiale Syllis. Le groupe emploie près de 3 100 professionnels en 2011.

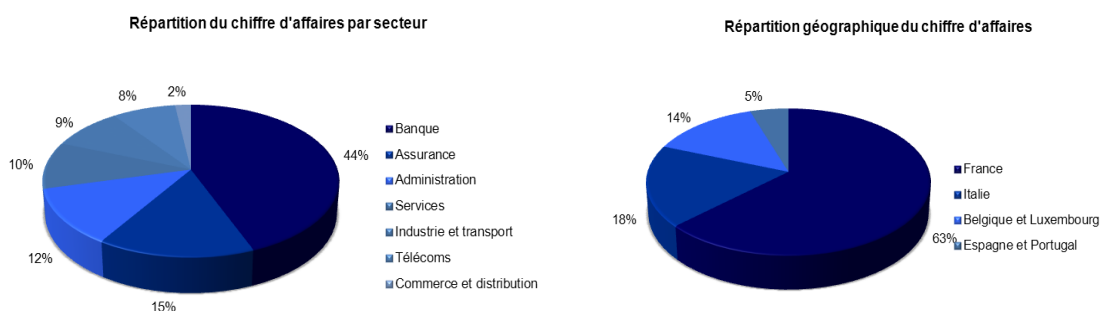


Annexe : Les comparables boursiers (5/5)

- **Société Pour l'Informatique Industrielle SII S.A.** : est une société de services informatiques organisée autour de deux pôles d'activités : la recherche et développement externe dans le traitement de données et télécommunications et l'intégration de systèmes dans le traitement de données techniques et réseaux. Le 9 janvier 2012, SII S.A a acquis la société de services informatiques basée à Lyon, OEVO, qui est spécialisée dans le développement de sites Web complexes et fournit l'aide pour les opérations d'infrastructures. Le chiffre d'affaires est réalisé à hauteur de 82% en France.



- **Aubay S.A.** : SSI dont l'activité s'organise autour de 4 pôles : prestations de conseil technologique, prestations d'ingénierie, prestations de maintenance et prestations d'infogérance. La société conçoit l'architecture de systèmes d'information, développe et facilite la gestion de contenu, conçoit et développe les réseaux. La société réalise 63% de son chiffre d'affaires en France.



3.2 Addendum en date du 26 septembre 2012 au rapport de l'expert indépendant du 30 août 2012

L'expert a produit un addendum à son rapport exposé ci-dessus et qui est reproduit ci-après dans son intégralité :

E.S.R.

Addendum à notre rapport d'expertise indépendante émis le 30 août 2012

En complément à notre rapport d'expertise indépendante émis le 30 août 2012 relatif à l'Offre Publique Alternative Simplifiée visant les actions de la société ESR, initiée par la société Osiatis, nous émettons cette note à la suite des questions et commentaires formulés par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) le 20 septembre 2012.

1) Événements intervenus depuis l'émission de notre rapport d'expertise indépendante

Depuis le 30 août 2012, date d'émission de notre rapport d'expertise indépendante, nous avons été informés des opérations suivantes :

- *Le 14 septembre 2012, l'Assemblée générale extraordinaire de la société Barboteau Participations a approuvé l'apport de 2 239 948 actions ESR au prix unitaire de 1,20 € consenti par Monsieur Jean-Guy Barboteau ;*
- *Le 14 septembre 2012, l'Assemblée générale mixte de la société a approuvé l'augmentation de capital réservée à Osiatis d'un montant brut de 4 M€, conduisant à l'émission de 8 millions d'actions nouvelles ESR, ainsi que les comptes annuels et consolidés clos au 31 décembre 2011 ;*
- *Le 14 septembre 2012, les sociétés Barboteau Participations et Osiatis France ont signé le contrat d'émission et de souscription de 1 846 154 obligations remboursables en numéraire ou en actions détenues par l'émetteur (les ORAN) au prix unitaire de 1,30 €, soit un produit brut d'émission de 2,4 M€. Les caractéristiques des ORAN sont identiques à celles prévues par le Protocole d'accord signé entre les parties le 26 juillet 2012, soit :*
 - *une date d'échéance fixée au 15 septembre 2015 ;*
 - *une rémunération annuelle capitalisée de 4 % ;*
 - *un remboursement anticipé en numéraire uniquement, et à l'échéance, en actions Osiatis sur la base d'un rapport de 13 actions Osiatis pour 70 ORAN ;*
 - *une garantie de remboursement constitué par le nantissement de 2 228 577 actions ESR, portant également sur les dividendes dans la limite des intérêts dus à la date d'échéance.*

Ces opérations sont conformes à celles anticipées dans notre rapport d'expertise du 30 août 2012.

Par ailleurs, il nous a été communiqué le rapport des commissaires aux comptes sur l'information semestrielle d'ESR pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2012, dont les comptes consolidés annexés ne présentent pas d'écart significatif avec les ceux utilisés dans nos travaux d'expertise. Enfin, nous avons reçu confirmation de la part d'ESR et d'Osiatis, qu'à leur connaissance, aucun événement significatif n'était intervenu depuis le 30 août 2012, et notamment d'événement susceptible de remettre en cause les éléments financiers prévisionnels utilisés dans nos travaux d'évaluation.

2) Actualisation du commentaire de conclusion et correction du tableau de synthèse relatif à l'Offre Mixte

En premier lieu, il convient de noter que, dans le tableau de synthèse relatif à l'Offre Mixte, en dernière ligne « Prime / Décote sur le prix de l'Offre d'Achat », il faut lire « $(=A/C-1)$ » à la place de « $(=C/B-1)$ ».

Le tableau à considérer est, par conséquent, le suivant (libellé modifié en rouge) :

Méthodes / Critères	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (au 30-juin.2012)			Cours de bourse (Cours moyen pondéré au 29 juin 2012)				Méthode des comparables boursiers			Transactions comparables			Cours cible des analystes Juin - juillet 2012
	Minimum	Centrale	Maximum	6 mois	3 mois	20 jours de bourse	clôture au 29 juin 2012	Minimum	Centrale	Maximum	Minimum	Centrale	Maximum	
Valeur par action Osiatis	6,04 €	6,65 €	7,25 €	5,60 €	5,57 €	5,18 €	5,05 €	5,83 €	6,55 €	7,27 €	7,24 €	8,12 €	9,00 €	7,30 €
Contre valeur action ESR (A)	1,15 €	1,25 €	1,34 €	1,08 €	1,08 €	1,02 €	1,00 €	1,12 €	1,23 €	1,34 €	1,34 €	1,47 €	1,61 €	1,35 €
Valeur par action ESR (B) (cf tabx. précédent)	1,11 €	1,18 €	1,25 €	0,83 €	0,63 €	0,50 €	0,54 €	n.a	0,64 €	1,28 €	n.a	0,92 €	n.a	n.a
Prime / décote $(= A/B - 1)$ à méthode identique	3,7%	6,0%	7,4%	30,6%	72,2%	102,5%	85,2%	n.a	91,9%	4,6%	n.a	59,8%	n.a	n.a
Prix de l'offre d'achat (C)	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €	1,30 €
Prime / décote $(= A/C - 1)$ sur le prix de l'Offre d'Achat	-11,3%	-4,2%	3,0%	-16,6%	-16,9%	-21,6%	-23,1%	-13,9%	-5,3%	3,2%	2,8%	13,3%	23,6%	3,6%

Par ailleurs, l'évolution du cours de l'action Osiatis, qui est passé d'environ 5,40 € à la fin de nos travaux, à environ 5,80 € au cours du mois de septembre (avec un plus haut à 6,11 €), n'est pas de nature à modifier notre commentaire concernant le caractère plus favorable de l'Offre d'Achat par rapport à l'Offre Mixte.

L'ensemble de ces précisions n'a aucune incidence sur notre opinion quant à l'équité du prix proposé dans le cadre de la présente Offre ainsi que dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 26 septembre 2012,

Pierre Béal
Associé

Eric Blache
Associé

4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

À l'exception (i) du Protocole d'Accord (voir la section 1.1.2 de la présente note en réponse), (ii) des modifications apportées aux conditions de rémunération de Monsieur Jean-Guy Barboteau (voir les sections 5.2.9 et 5.10 de la présente note en réponse) et (iii) des accords décrits ci-dessous, lesquels ne prévoient aucune clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix au bénéfice de Monsieur Jean-Guy Barboteau et de B Participations, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

4.1 Promesse de Vente Conditionnelle

Monsieur Jean-Guy Barboteau, en qualité de bénéficiaire, et OSIATIS FRANCE, en qualité de promettant, ont conclu en date du 29 juin 2012 une promesse de vente conditionnelle (la « **Promesse de Vente Conditionnelle** ») dont les principales caractéristiques sont les suivantes (lesquelles sont similaires à celles des bons de souscription d'actions dont le principe de l'émission a été décidé par le directoire d'OSIATIS en date du 15 octobre 2010) :

- elle ne prendra effet qu'à la date à laquelle OSIATIS détiendra plus de 75% des actions de la société ESR par suite de la mise en œuvre du projet de rapprochement entre OSIATIS et ESR ;
- elle ne pourra être exercée qu'en cas de survenance des événements suivants :
 - o offre publique portant sur les titres OSIATIS avant le 15 octobre 2015 à laquelle WB Finance & Partenaires, société anonyme au capital de 500.000 euros, dont le siège social est situé 30, Cours Albert 1^{er}, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 378 876 890 (« **WBFP** »)¹ apporte ses titres ; et/ou
 - o atteinte de certaines moyennes de cours déterminées sur la base de 120 jours de bourse consécutifs constatée au cours de la période débutant 120 jours de bourse avant le 15 octobre 2013 et expirant le 15 octobre 2015 ; et/ou
 - o atteinte d'agrégats financiers en 2013 ou 2014 ;
- le nombre de titres pouvant être acquis, soit 500.000 actions OSIATIS au maximum (représentant 3,27% du capital d'OSIATIS sur la base du nombre actuel d'actions OSIATIS), sera fonction du prix de l'offre publique ou de la moyenne de cours, et de la date de survenance de ces événements ;
- le nombre d'actions OSIATIS objet de la promesse pourra par ailleurs le cas échéant être réduit en cas de survenance, et selon leur date de survenance, de certains événements affectant Monsieur Jean-Guy Barboteau tels que sa révocation pour faute de son mandat social de Président-Directeur Général d'ESR ou son décès ;
- le prix d'exercice de la promesse de vente sera de 5,2 euros par action OSIATIS ; cette promesse est consentie moyennant un prix égal à la valeur réelle de l'option consentie au titre de la promesse de vente, qui a été déterminée par le cabinet Accuracy le 10 juillet 2012 à 0,163€ par action sous promesse. Cette somme, sera payable par Monsieur Jean-Guy Barboteau à OSIATIS FRANCE au jour de la prise d'effet de la promesse de vente ; ce prix porte intérêt au taux de 3% entre la date de la signature de la promesse et la date de son paiement, cette somme restant définitivement acquise à OSIATIS FRANCE indépendamment de l'exercice de la promesse de vente par Monsieur Jean-Guy Barboteau ;

¹ WBFP détient 6.291.424 actions OSIATIS et 11.323.585 droits de vote représentant 41,12% du capital et 48,85% des droits de vote d'OSIATIS (sur la base, au 31 août 2012, d'un capital composé de 15.300.000 actions représentant 23.181.704 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).]

- elle sera caduque à la première des dates suivantes :
 - le trentième jour suivant la date de clôture d'une offre publique visant les actions OSIATIS ;
 - le 31 décembre 2016 ;
 - en cas de révocation pour faute aggravée ou de démission de Monsieur Jean-Guy Barboteau ;
 - dans le cas où, au 30 juin 2013, OSIATIS n'aurait pas acquis plus de 75% des actions d'ESR.

Enfin, la promesse de vente stipule que, à la seule initiative du promettant, ce dernier pourra décider en cas d'exercice de la promesse de la dénouer par remise d'une somme en numéraire en lieu et place de la remise d'actions OSIATIS. Dans ce cas, la somme en numéraire sera égale à la différence entre le prix de l'Offre ou le cours de bourse (moyenne des 60 derniers cours de clôture de l'action pondérée par les volumes précédant la date de notification d'exercice) et 5,20 euros multiplié par le nombre d'actions pouvant être acquis par suite de l'exercice de la promesse de vente.

Monsieur Jean-Guy Barboteau pourra se substituer en tout ou partie B Participations dans l'exercice de la Promesse de Vente Conditionnelle.

A raison du reclassement le 26 septembre de la participation d'autocontrôle détenue par OSIATIS France dans OSIATIS, tel que mentionné à la section 2.6 de la note d'information d'OSIATIS, OSIATIS s'est substituée à OSIATIS France dans la promesse de vente.

Il est enfin précisé que Monsieur Jean-Guy Barboteau a consenti à OSIATIS un *management certificate* qui peut le conduire à être privé de tout ou partie de sa plus-value éventuelle sur les actions OSIATIS objet de la Promesse de Vente Conditionnelle en cas d'inexactitude dans les déclarations et garanties qu'il a données à OSIATIS dans ce cadre.

4.2 Plan d'intéressement de managers ESR

Il est prévu que soit mis en place, pour autant qu'OSIATIS détienne plus de 75% des actions d'ESR par suite de la mise en œuvre du rapprochement, au profit des principaux autres managers d'ESR, un nouveau plan de bons donnant droit à la souscription ou à l'acquisition d'actions d'OSIATIS existantes ou à émettre, dont les principales caractéristiques seront les suivantes :

- les managers ESR auront droit de souscrire un total de 50.000 BSA Nouveaux ;
- le prix d'exercice des BSA sera fixé sur la base de la moyenne des cours de clôture de l'action OSIATIS pondérée par les volumes au cours des vingt derniers jours de bourse précédant la date de leur attribution ;
- la période d'exercice des BSA sera de 18 mois à partir du 30 juin 2015 ; et
- les BSA donneront droit de souscrire un nombre variable d'actions OSIATIS dans des conditions d'exercice analogues à celles prévalant dans les plans de BSA OSIATIS existants, le prix de souscription des BSA étant déterminé, comme cela est le cas pour les plans de BSA OSIATIS existants, à dire d'expert.

Ces BSA seront attribués par le directoire d'OSIATIS qui disposera d'un pouvoir d'appréciation sur la détermination des dates d'attribution, la détermination des conditions d'attribution et des bénéficiaires.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 Structure du capital

A la connaissance de la Société et selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre et en période d'offre, au 14 septembre 2012, et après réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée et après réalisation de l'apport par Monsieur Jean-Guy Barboteau de 2.239.948 actions ESR à B Participations le capital social de la Société était réparti comme suit :

Actionnaires	En capital		En droits de vote*	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Osiatis	8 000 000	62,14%	8 000 000	61,91%
B Participations	2 281 131	17,72%	2 314 131	17,91%
Titres auto-détenus	104 206	0,81%	104 206	0,81%
Oddo Asset Management	230 000	1,79%	230 000	1,78%
William Wiroth	136 693	1,06%	136 693	1,06%
Tocqueville Finance	50 000	0,39%	50 000	0,39%
Autres titres	2 072 512	16,10%	2 087 124	16,15%
Total	12 874 542	100,00%	12 922 154	100,00%

*Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Outre le respect de l'obligation légale d'informer la société de la détention de certaines fractions du capital et les droits de vote attachés, toute personne physique ou morale qui, seule ou de concert, vient à détenir ou cesse de détenir, de quelque manière que ce soit, une fraction égale à 1/100^e des droits de vote ou un multiple de cette fraction, est tenue d'informer la société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée de quinze jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils, du nombre d'actions et du nombre de droits de vote qu'elle détient.

Cette personne doit, dans les mêmes conditions, informer la société du nombre de titres qu'elle détient et qui donnent accès à terme au capital, ainsi que du nombre de droits de vote qui y sont attachés.

A défaut d'avoir été déclarées dans ces conditions, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarées sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble cinq pour cent au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de cette assemblée.

Dans les mêmes conditions, les droits de vote qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés. La privation du droit de vote s'applique pour toute assemblée d'actionnaires se tenant jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la déclaration.

5.2.2 Accords entre actionnaires dont la société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Hormis l'engagement d'apport de B Participations de la totalité de sa participation dans ESR à l'Offre selon les modalités décrites précédemment en 1.1.2.5 de la présente note en réponse, aucun accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

5.2.3 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital et des droits de vote de la Société.

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code commerce.

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

A la connaissance de la Société, au 14 septembre 2012, le capital social de la Société était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 5.1 ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés au paragraphe précédent, aucun actionnaire détenant plus du seuil statutaire de 1% du capital et des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital social de la Société dont cette dernière aurait eu connaissance (voir section 5.3.1 de la présente note en réponse ci-dessous).

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

Néant, sous réserve des droits de vote doubles prévus par les statuts d'ESR.

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

Néant.

5.6 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

Néant hormis le point mentionné en 5.2.2.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

La Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de vingt-quatre membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'Assemblée Générale Ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années. Elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 80 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'Assemblée Générale Ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Les administrateurs personnes physiques ne peuvent appartenir simultanément à plus de huit conseils d'administration ou conseils de surveillance de Société anonyme ayant leur siège en France métropolitaine, sauf exception prévue par la loi.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une action.

5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

5.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission, de rachat ou d'annulation d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'Administration dispose de délégations en matière d'émission, de rachat et d'annulation d'actions, qui lui ont été conférées par l'Assemblée Générale mixte des actionnaires du 14 septembre 2012.

L'Assemblée Générale mixte des actionnaires du 14 septembre 2012 a ainsi :

- Autorisé le conseil d'administration, par la 8^e résolution, pour une durée de 18 mois, à acheter un nombre d'actions ordinaires de la Société ne pouvant excéder 10 % du nombre total des actions ordinaires composant le capital social à la date l'Assemblée Générale.
- Délégué au Conseil d'administration, par la 14^e résolution, pour une durée de 18 mois tous pouvoirs à l'effet de procéder à l'annulation, en une ou plusieurs fois, dans la limite de 10% du capital de la Société par périodes de 24 mois, tout ou partie des actions ordinaires de la Société acquises dans le cadre du programme d'achat d'actions autorisé par la huitième résolution soumise à l'Assemblée générale mixte ou encore de programmes d'achat d'actions autorisés antérieurement ou postérieurement, étant rappelé que cette limite de 10% s'appliquerait à un nombre d'actions ajusté, le cas échéant, en fonction des opérations pouvant affecter le capital social postérieurement à la date de l'Assemblée.

5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne a priori pas la modification ou la fin d'accords conclus par ESR pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

5.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les dirigeants, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

En cas de cessation de ses fonctions et en absence de faute lourde de la part de Monsieur Jean-Guy Barboteau, ce dernier percevra sous conditions d'atteinte de performance par ESR une indemnité de départ égale à la partie fixe de sa rémunération qui lui aurait été attribuée entre la date de cessation de ses fonctions et le 30 juin 2015.

Lors du conseil d'administration de la Société qui s'est tenu 14 septembre 2012, monsieur Jean-Guy Barboteau a été confirmé dans ses fonctions de président du conseil d'administration et directeur général de la Société. Sa rémunération en tant que mandataire social non salarié, a été fixée avec effet au 1er janvier 2012 selon les termes qui suivent :

- une rémunération annuelle totale brute fixe (y compris avantage en nature) de 250 000€ ;
- une rémunération annuelle totale brute variable maximum de 50 000€ en fonction de la réalisation d'objectifs à définir (celui étant le suivant pour 2012 : atteinte d'un résultat opérationnel courant avant CVAE de 1,75 M€ pour ESR) ;

Par ailleurs, Monsieur Jean-Guy Barboteau est soumis à une clause de non concurrence d'une durée de 5 ans sans contrepartie à la charge d'OSIATIS.

6. INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS ET DIRIGEANTS

Monsieur Jean-Guy Barboteau s'est engagé à apporter à l'Offre la totalité de la participation qu'il détient dans ESR via B Participations, selon les modalités décrites en 1.1.2.5 de la présente note en réponse.

OSIATIS FRANCE ne détenant pas à ce jour d'action ESR et OSIATIS étant l'initiateur de l'Offre, ces dernières n'apporteront pas d'actions ESR à l'Offre

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE

« 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 ».

M. Jean-Guy Barboteau
Président Directeur Général