

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS, LES OBLIGATIONS A OPTION DE CONVERSION ET/OU ECHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES ET LES BONS DE SOUSCRIPTION ET/OU D'ACQUISITION D'ACTIONS REMBOURSABLES DE LA SOCIETE GFI INFORMATIQUE

INITIEE PAR

LA SOCIÉTÉ INFOFIN PARTICIPATIONS

AGISSANT DE CONCERT AVEC FCPR APAX FRANCE VII, ALTAMIR, ITEFIN PARTICIPATIONS, BG MASTER
FUND PLC ET BOUSSARD & GAVAUDAN HOLDING LIMITED



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 son visa n°13-319 en date du 1^{er} juillet 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société GFI Informatique 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, 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 Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de GFI Informatique (www.gfi.fr), et peut être obtenue sans frais auprès de la société GFI Informatique (145 boulevard Victor Hugo, 93400 Saint-Ouen).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de GFI Informatique requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

Sommaire

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1.	Présentation de l'Offre.....	3
1.2.	Contexte de l'Offre.....	4
1.3.	Déroulement de l'Offre.....	5
2.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	5
3.	ELEMENTS CONCERNANT GFI SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	6
3.1.	Structure et répartition du capital de la Société	6
3.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société, clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	9
3.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce.....	9
3.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	9
3.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	9
3.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	9
3.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	10
3.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	10
3.9.	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	11
3.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	11
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
5.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GFI.....	47
6.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	51
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	51

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

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-11° du Règlement général de l'AMF, la société INFOFIN Participations, société à responsabilité limitée (S.à.r.l) de droit luxembourgeois au capital de 12.500 euros, dont le siège social est situé au 5, rue Guillaume Kroll, L-1882 Luxembourg, immatriculée sous le numéro B177667 (ci-après « **INFOFIN** » ou l'« **Initiateur** ») agissant de concert avec (i) le fonds commun de placement à risques Apax France VII, représenté par sa société de gestion, Apax Partners S.A., une société anonyme au capital de 1.040.000 euros, ayant son siège social au 45, avenue Kléber, Paris (75016), immatriculée sous le numéro 309 044 840 RCS Paris, la société Altamir, société en commandite par actions au capital de 219.259.626 euros, ayant son siège social au 45, avenue Kléber, Paris (75016), immatriculée sous le numéro 390 965 895 RCS Paris (ci-après avec le FCPR Apax France VII, les « **Fonds Apax** »), la société Itefin Participations, société par actions simplifiée au capital social de 29.294.240,74 euros ayant son siège social au 45, avenue Kléber, 75016 Paris et immatriculée sous le numéro 494 007 016 RCS Paris (ci-après « **Itefin Participations** » et ensemble avec les Fonds Apax « **Apax** »), (ii) BG Master Fund plc, société à responsabilité limitée et à capital variable de droit irlandais, immatriculée au registre du commerce sous le numéro 489713, dont le siège social est situé Beaux Lane House, Mercer Street Lower, Dublin 2, Irlande, représentée par son gérant (« *Investment Manager* ») Boussard & Gavaudan Asset Management LP, limited partnership de droit anglais enregistré sous le numéro LP008216, dont le siège social est situé 9-10 Savile Row, W1S 3PF Londres, elle-même représentée par son « *General Partner* », Boussard & Gavaudan Partners Limited, société de droit anglais (private company limited by shares) immatriculée sous le numéro 4468200, dont le siège est 9-10 Saville Row, W1S 3PF Londres, (« **BGF** ») et (iii) Boussard & Gavaudan Holding Limited¹, société de droit de l'Ile de Guernesey, immatriculée au registre (greffe de Guernesey) sous le numéro 45582, dont le siège social est situé Dorey Court, Admiral Park, St Peter Port, Guernsey GY1 2HT, représentée par son gérant (« *Investment Manager* ») Boussard & Gavaudan Asset Management LP, (« **BGHL** ») (ci-après, BGF et BGHL ensemble « **Boussard & Gavaudan** » ou « **BG** », BG ensemble avec INFOFIN et Apax, étant ci-après dénommés le « **Concert** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux autres actionnaires et porteurs de titres de la société GFI Informatique, société anonyme à conseil d'administration au capital de 108.900.684 euros, dont le siège social est situé 145 boulevard Victor Hugo, 93400 Saint-Ouen, immatriculée sous le numéro 385 365 713 RCS Bobigny (ci-après « **GFI** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (ci-après l'« **Offre** ») :

- la totalité de leurs Actions au prix de 3,75 euros par Action (coupon 2012 attaché) ;
- la totalité de leurs obligations à option de conversion et/ou échange en actions nouvelles ou existantes (« **OCEANE** ») au prix de 5,25 euros par OCEANE ; et
- la totalité de leurs bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (« **BSAAR** ») au prix de 0,35 euro par BSAAR.

Les Actions et les OCEANE sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris, respectivement sous les codes ISIN FR0004038099 (mnémonique « **GFI** ») et FR0011069442 (mnémonique « **YGFI** »). Les BSAAR, quant à eux, ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé (les Actions, les OCEANE et les BSAAR sont ci-après dénommés ensemble les « **Titres** »).

L'Offre est initiée par INFOFIN à la suite de la constitution d'une action de concert entre Apax, BG et INFOFIN résultant de la signature d'un pacte d'actionnaires conclu le 7 juin 2013 (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

L'Initiateur et les autres membres du Concert s'étant réservé la faculté d'acquérir des Titres à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, 2.915.545 Actions représentant 5,35% du capital et des droits de vote de GFI sur la base d'un nombre total d'actions de 54.450.342 représentant autant de droits de vote de GFI, en

¹ BGHL est un fonds d'investissement fermé (Article 1 :107 du *Financial Markets Supervision Act* des Pays-Bas) dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Amsterdam (NYSE Euronext) et sur le London Stock Exchange. BGHL investit une partie de ses actifs dans BGF.

application de l'article 233-11 du Règlement général de l'AMF. Apax détient 16.335.102 Actions, représentant 29,99% du capital et des droits de vote de GFI. BGF détient, quant à lui (i) 13.595.924 Actions, représentant 24,97% du capital et des droits de vote de GFI (dont 4.290.000 Actions provenant du dénouement de CFD « *Contract for Difference* » et 9.890.164 OCEANE. BGHL détient 1.584.744 Actions, représentant 2,91% du capital et des droits de vote de GFI. Le Concert détient ainsi un total de 34.431.315 Actions représentant 63,23% du capital et des droits de vote de GFI et 9.890.164 OCEANE.

Conformément au Pacte d'Actionnaires, les membres du Concert ont convenu qu'INFOFIN serait l'initiateur unique de l'Offre, le financement d'INFOFIN étant assuré par les autres membres du Concert. Les Fonds Apax détiennent 100% des parts sociales d'INFOFIN.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité :

- des Actions existantes et non détenues par le Concert, soit, à la connaissance de l'Initiateur et en excluant (i) les 438.960 Actions attribuées gratuitement et dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre, (ii) les 734.431 Actions que la société Equitis Gestion s'est engagée à transférer à Itefin Participations (voir section 1.4 ci-après) et (iii) les 736.213 actions auto-détenues que la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre, 18.109.423 Actions
- des Actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANE non détenues par BGF préalablement à la clôture de l'Offre, représentant, à la connaissance de l'Initiateur, au maximum 232.958 Actions ;
- des Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice, préalablement à la clôture de l'Offre, des BSAAR représentant, à la connaissance de l'Initiateur, au maximum 849.992 Actions ;
- des OCEANE non détenues par BGF, soit, un nombre maximal de 190.481 OCEANE,
- des BSAAR émis par la Société, soit un nombre maximal de 849.992 BSAAR.

Natixis, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 10 juin 2013. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

1.2. Contexte de l'Offre

Apax et BG sont actionnaires de GFI depuis 2007. Apax et BG agissaient depuis lors et jusqu'à la date de conclusion du Pacte d'Actionnaires décrit ci-après, de manière totalement indépendante.

Chacun d'eux poursuivait une logique d'investissement différente. Apax est devenu le premier actionnaire de GFI afin de mettre en place une stratégie visant au développement indépendant de la Société.

BG, pour sa part, a investi dans GFI sur le fondement de son analyse du potentiel de création de valeur de ce groupe, mais sans avoir la vocation ni la volonté d'exercer une influence sur la stratégie de GFI.

A cet égard, BG souhaite désormais apporter son soutien à une stratégie de développement en stabilisant le capital de GFI.

Les membres du Concert ont entendu former un bloc d'actionnaires agissant de concert et, le cas échéant, renforcer la participation du Concert au capital de GFI dans le cadre de l'Offre.

Dans ce cadre, Apax, BGF, BGHL et INFOFIN ont conclu le 7 juin 2013 le Pacte d'Actionnaires, constitutif d'une action de concert, entré en vigueur le même jour.

L'objectif commun des membres du Concert, tel qu'il ressort de la note d'information déposée par l'Initiateur, est de stabiliser le capital de GFI et de continuer la création de valeur de GFI dans l'optique de la recherche d'une liquidité de leur investissement dans le délai le plus approprié compte tenu des circonstances.

1.3. Déroulement de l'Offre

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

Les actionnaires et détenteurs de Titres qui souhaiteraient apporter leurs Titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport à l'Offre en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Les Titres GFI (à l'exception des BSAAR) détenus sous la forme nominative devront être convertis au porteur pour être apportés à l'Offre.

L'Offre concernant les Titres GFI (à l'exception des BSAAR) s'effectuant par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de trois jours de négociation suivant chaque exécution, les frais de négociation restant en totalité à la charge des vendeurs.

Les ordres portant sur les BSAAR, exprimés en réponse à l'Offre, seront centralisés par Natixis / Fax. : 01.58.55.91.07.

Les Titres apportés à l'Offre devront être libres de tout nantissement, gage, ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tous les Titres apportés à l'Offre qui ne répondraient pas à cette condition.

Natixis, agissant en tant que prestataire de services d'investissement, se portera acquéreur, pour le compte d'INFOFIN, de tous les Titres qui seront apportés à l'Offre.

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

A l'exception des accords décrits ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Description du Pacte d'Actionnaires

INFOFIN, Apax, BGF et BGHL ont conclu le 7 juin 2013, le Pacte d'Actionnaires, constitutif d'une action de concert entre ses signataires vis-à-vis de la Société. Ce pacte a principalement pour objet de définir (i) les modalités de financement de l'Offre, (ii) les restrictions de transfert direct et indirect des titres Itefin Participations, INFOFIN et GFI afin de maintenir la stabilité du capital de cette dernière et (iii) les modalités d'organisation et d'administration d'INFOFIN et de GFI assurant la prépondérance d'Apax au sein de l'action de concert, ainsi que le renforcement de son influence déterminante et la protection des intérêts de BGF et BGHL en qualité d'investisseurs financiers en raison de la prépondérance d'Apax au sein du Concert.

Résiliation du contrat de fiducie

Itefin Participations a conclu le 5 juillet 2012 un contrat de fiducie avec la société Equitis Gestion aux termes duquel elle a transféré en fiducie 734.431 Actions à la société Equitis Gestion. Du fait de l'Offre, ce contrat devient sans objet.

Itefin Participations et Equitis Gestion sont, par conséquent, convenues de conclure un acte de résiliation à ce contrat de fiducie aux termes duquel Itefin Participations se verra attribuer, sous la condition suspensive de la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre purgée de tout recours, 734.431 Actions représentant 1,35% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Dès la réalisation de l'opération, Itefin Participations détiendra, au total 17.069.533 Actions représentant 31,34% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Ce transfert ne donnera pas lieu au versement d'un quelconque prix de cession. Itefin Participations franchira ainsi le seuil individuel de 30% et procédera à la déclaration de franchissement de seuil requise par la réglementation applicable.

Contracts for difference (CFD)

BGF a conclu, dans le cadre d'opérations de financement initiées au premier semestre 2012, des *contracts for difference* (CFD) avec des banques sur une partie de sa participation existante dans GFI.

BGF a dénoué des CFD portant sur 4.290.000 Actions le 7 juin 2013 (après bourse) en demandant la livraison physique des Actions correspondantes (cette opération a été enregistrée sur la base du cours de clôture de l'action GFI du 7 juin 2013, soit 3,04€). Cette opération fera l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil au titre de l'article 223-11-1 du Règlement général de l'AMF. A ce jour, à la connaissance de la Société, BGF ne détient plus de CFD portant sur des Actions.

3. ELEMENTS CONCERNANT GFI SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

3.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de GFI est fixé à 108.900.684 euros. Il est divisé en 54.450.342 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A ce jour, l'Initiateur détient 2.915.545 Actions. Le Concert détient 34.431.315 Actions représentant 63,23% du capital et des droits de vote de GFI et 9.890.164 OCEANE.

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de GFI est la suivante :

ACTIONNAIRES	ACTIONS		DROITS DE VOTE THEORIQUES	
	NOMBRE D'ACTIONS	%	NOMBRE DE DROITS DE VOTE	%F
Itefin Participations*	16.335.102	29,99%	16.335.102	29,99%
BGF** ***	13.595.924	24,97%	13.595.924	24,97%
BGHL	1.584.744	2,91%	1.584.744	2,91%
INFOFIN****	2.915.545	5,35%	2.915.545	5,35%
TOTAL CONCERT	34.431.315	63,23%	34.431.315	63,23%
Public *	14.316.504	26,29%	14.316.504	26,29%
Financière de l'Echiquier	3.670.000	6,74%	3.670.000	6,74%
Managers et salariés	990.420	1,82%	838.061	1,82%
Administrateurs	134.940	0,24%	134.940	0,24%
FCP GFI	170.950	0,31%	170.950	0,31%
Actions auto-détenues	736.213	1,35%	736.213	1,35%
TOTAL	54.450.342	100,00%	54.450.342	100,00%

* A noter que la société Equitis Gestion s'est engagée à transférer à Itefin Participations 734.431 Actions (voir section 1.4 ci-après). La réalisation de cette opération n'aura lieu que postérieurement à la date de la présente note en réponse. Ces 734.431 Actions sont donc comptabilisées dans le public pour les besoins du tableau ci-dessus.

** Dont 4.290.000 actions résultant du dénouement de CFD (voir section 1.4 ci-après). BGF détient également 9.890.164 OCEANES

*** Il est précisé que le FCP BG Long Term Value et la SICAV Single Select Platform /M – (B&G) European Equity ne font pas partie du Concert et que BG déclare ne pas agir de concert ni avec le FCP BG Long Term Value, ni avec la SICAV Single Select Platform /M – (B&G) European Equity, dans la mesure où ces deux OPCVM, en raison de leurs règles d'investissement, n'ont pas vocation à être partie au Pacte d'Actionnaires et à faire partie du Concert. Aucune restriction ou engagement (au titre notamment du Pacte d'Actionnaires) ne s'applique donc à ces deux entités concernant la gestion de leur participation actuelle et future dans GFI. Il est précisé que le FCP BG Long Term Value et la SICAV Single Select Platform /M – (B&G) European Equity détiennent respectivement 553.502 et 553.227 Actions (représentant respectivement 1,02% et 1,02% du capital et des droits de vote de GFI) à la date de la présente note en réponse et que ces Actions sont incluses dans les Actions détenues par le public pour les besoins du tableau ci-dessus et de la présente note en réponse.

**** Il est précisé qu'Apax, d'une part, et BGHL, d'autre part, détiendront respectivement des CPECs et des Obligations Echangeables donnant droit aux actions GFI détenues par INFOFIN conformément à ce qui est indiqué aux paragraphes 1.2 et 2.6.2.

OCEANE

Le 30 juin 2011, la Société a procédé à une émission d'obligations à option de conversion et/ou échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) à échéance 1^{er} janvier 2017, d'un montant nominal de 50 millions d'euros, et qui correspond à l'émission de 10.080.645 OCEANE.

Les principales caractéristiques de cette émission sont les suivantes :

- Les OCEANE ont été émises au pair. Elles sont remboursables au pair le 1^{er} janvier 2017. Les OCEANE peuvent cependant faire l'objet d'un remboursement anticipé au gré de la Société ou au gré des porteurs, sous certaines conditions.
- La valeur nominale unitaire des OCEANE a été fixée à 4,96 euros ;
- Les OCEANE portent intérêt à un taux annuel de 5,25% payable annuellement à terme échu le 1^{er} janvier de chaque année, en l'absence de conversion et/ou d'échange en actions et en l'absence d'amortissement anticipé ;

- Les OCEANE donnent droit à l’attribution d’actions nouvelles et/ou existantes GFI, à raison d’une action pour une obligation, sous réserve d’éventuels ajustements ultérieurs (voir ci-dessous). Depuis le 30 juin 2011 (et jusqu’au septième jour ouvré inclus qui précède la date de remboursement normal ou anticipé), les porteurs d’OCEANE peuvent, à tout moment, demander l’attribution d’actions GFI ;
- Les OCEANE sont cotées sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0011069442.

A ce jour, aucune OCEANE n’a fait l’objet d’une conversion ou d’un échange en actions nouvelles ou existantes.

Ainsi, le nombre d’OCEANE non détenues par l’Initiateur ou les autres membres du Concert s’élève, à ce jour, à 190.481. Une OCEANE donne à ce jour le droit, compte tenu des ajustements réalisés, à 1,0316 action par OCEANE ; toutefois, du fait de l’Offre déposée à la suite du changement de contrôle résultant de la constitution du Concert, le ratio d’attribution d’actions sera temporairement ajusté dans les conditions prévues au contrat d’émission des OCEANE (article 4.2.6(c) de la note d’opération relative à l’émission des OCEANE dont le prospectus a été visé par l’AMF le 22 juin 2011 sous le numéro 11-0252), de sorte qu’il sera égal à 1,2230. Le nombre d’Actions auquel donneraient droit les OCEANE non détenues par l’Initiateur ou les autres membres du Concert s’élève donc à 232.958.

BSAAR

Le Conseil d’administration de la Société en date du 9 novembre 2011 a décidé d’émettre 849.992 bons de souscription et/ou d’acquisition d’actions remboursables (BSAAR) au bénéfice de salariés et mandataires sociaux du groupe, conformément à l’autorisation donnée par l’assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 19 mai 2011 dans sa 14^e résolution.

Le prix de souscription unitaire a été fixé à 0,45 euro par le Conseil d’administration après analyse et avis d’un expert indépendant.

Chaque BSAAR donne à son titulaire le droit de souscrire ou d’acquérir une action ordinaire, moyennant un prix unitaire de 3,84 euros qui correspond à 130% de la moyenne des cours de clôture de l’action de la Société, lors des 30 dernières séances de bourse précédant la date du Conseil ayant décidé l’émission.

Les BSAAR sont exerçables depuis le 9 novembre 2012 et le seront jusqu’au 9 novembre 2016.

A ce jour, aucun BSAAR n’a été exercé. En conséquence, en cas d’exercice de la totalité des BSAAR pendant la période d’Offre, le nombre d’actions supplémentaires qui seraient créées s’élève à 849.992.

Actions attribuées gratuitement

La Société a mis en place plusieurs plans d’attributions gratuites d’actions.

Au titre du plan d’attribution gratuite d’actions du 1^{er} mars 2013, 866.500 droits à actions gratuites ont été attribués à des dirigeants et salariés du groupe GFI ; les actions gratuites attribuées au titre de ce plan ne pourront être acquises et définitivement attribuées à leurs bénéficiaires qu’à compter du 1^{er} mars 2015 et sous réserve de la satisfaction de certaines conditions notamment de présence et de performance. Ces droits à actions gratuites et les actions gratuites qui en résulteront ne peuvent donc en aucun cas être apportés à l’Offre. Ils ne sont pas visés dans l’Offre.

Au titre du plan d’attribution gratuite d’actions du 14 mars 2012, 775.212 droits à actions gratuites ont été attribués à des dirigeants et salariés du groupe GFI ; les actions gratuites attribuées au titre de ce plan ne pourront être acquises et définitivement attribuées à leurs bénéficiaires qu’à compter du 14 mars 2014 et sous réserve de la satisfaction de certaines conditions, notamment de présence et de performance. Ces droits à actions gratuites et les actions gratuites qui en résulteront ne peuvent donc en aucun cas être apportés à l’Offre. Ils ne sont pas visés dans l’Offre.

Au titre du plan d’attribution gratuite d’actions du 10 mars 2011, 599.725 droits à actions gratuites ont été attribués à des dirigeants et salariés du groupe GFI ; compte tenu de la satisfaction partielle des conditions posées par le plan et des départs de certains bénéficiaires, seuls 282.360 droits peuvent, depuis le 10 mars 2013, donner lieu à attribution d’actions gratuites. Le conseil d’administration de GFI du 7 juin 2013 a validé l’attribution définitive de 282.360 Actions pour ce plan. Les Actions attribuées proviennent d’actions existantes prélevées sur l’auto-détention. Cette attribution n’a donc pas donné lieu à l’émission

d'Actions nouvelles. Les 282.360 Actions ainsi attribuées ne sont cependant pas visées par l'Offre. En effet, sauf cas exceptionnels, liés à des situations de décès ou d'invalidité des bénéficiaires, l'article L.225-197-1 du Code de commerce prévoit le principe de leur incessibilité pendant la période de conservation telle que fixée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société émettrice, celle-ci ne pouvant être inférieure à deux ans. Par ailleurs cette incessibilité est gérée par l'établissement financier teneur des registres de la Société, notamment par une mention expresse figurant sur le compte du bénéficiaire actant une telle incessibilité pendant toute la période de conservation et donc notamment pendant la période de l'Offre. Dans l'hypothèse où les actions attribuées gratuitement deviendraient cessibles par anticipation en application des articles L.225-197-1 et suivants du Code de commerce (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces actions gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

Au titre du plan d'attribution gratuite d'actions du 9 décembre 2009, 584.000 droits à actions gratuites ont été attribués à des dirigeants et salariés du groupe GFI ; compte tenu de la satisfaction partielle des conditions posées par le plan, seuls 156.600 droits ont donné lieu à attribution d'actions gratuites. Le Conseil d'administration du 14 décembre 2011 a validé l'attribution définitive de 156.600 actions gratuites. Sauf cas exceptionnels (décès ou invalidité du bénéficiaire) ces 156.600 actions ne sont cependant pas visées par l'Offre pour les raisons indiquées ci-dessus.

3.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société, clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

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

Aucune clause des statuts ne limite la libre cession des Actions.

A l'exception du Pacte d'Actionnaires, aucun accord n'a été porté à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

3.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 3.1 ci-dessus.

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

Les Actions donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales d'actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

Les OCEANE sont toutes assorties des mêmes droits. Il en va également ainsi pour les BSAAR.

Ainsi, aucun Titre ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

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

Un plan d'épargne d'entreprise a été mis en place afin d'accueillir plusieurs fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) et notamment le FCPE GFI Expansion, investi en actions GFI.

Au 7 juin 2013, le FCPE GFI Expansion détient 170.950 Actions représentant 0,31% du capital de la Société.

Le FCPE GFI Expansion est géré par Natixis Asset Management.

Les droits de contrôle du FCPE GFI Expansion sont exercés par le Conseil de Surveillance du fonds qui est désigné paritairement, lequel doit se réunir.

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

A l'exception du Pacte d'Actionnaires, la Société n'a connaissance, à la date du présent projet de note en réponse, d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

3.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société est composé de trois à neuf membres.

Chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action de la Société inscrite sous la forme nominative.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires.

La durée de leurs fonctions est de trois années.

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

Le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonction. Si du fait du dépassement de l'âge de 70 ans par un administrateur en fonction, la proportion du tiers susvisé venait à être dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales, par suite de décès ou démission, le conseil d'administration peut procéder à une ou des nominations à titre provisoire.

Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est seule compétente pour modifier les statuts, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

3.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires, en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation et/ou autorisation	AGO ou AGE	Durée de l'autorisation	Montant nominal autorisé	Utilisations
Délégation de compétence à l'effet d'émettre des actions réservées aux salariés du groupe dans le cadre du Plan d'Epargne Groupe	19/05/2011	26 mois	1.000.000 euros	Néant
Délégation de compétence à l'effet de procéder au profit des mandataires sociaux et des salariés du Groupe GFI à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre	22/05/2012	38 mois	1.000.000 actions soit environ 1,8% du capital au jour de l'AG	01/03/13 Attribution de 866.500 droits à des dirigeants et salariés du groupe GFI.
Autorisation donnée au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	17/05/2013	18 mois	10% du capital au moment de l'AG pour un prix maximum de 6€ par action	Néant
Délégation de compétence en vue de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues	17/05/2013	18 mois	10% du capital par période de 24 mois	Néant

3.9. 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

La constitution du Concert représente un changement de contrôle au sens du contrat d'émission des OCEANE. Tout porteur d'OCEANE peut donc, à son gré, s'il décide de ne pas apporter ses OCEANE à l'Offre, demander à la Société le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des OCEANE dont il est propriétaire, dans les conditions prévues au contrat d'émission.

Aux termes de l'article 4.1.8.1.5 de la note d'opération relative aux OCEANE, la Société publiera un avis dans un journal financier de diffusion nationale et un avis sera diffusé par NYSE Euronext au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le changement de contrôle effectif afin de rappeler aux porteurs d'OCEANE la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANE. Ces avis indiqueront (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, (ii) le montant du remboursement et (iii) la période à compter de la publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des OCEANE et les OCEANE correspondantes devront parvenir à CACEIS Corporate Trust.

La convention de crédit signée le 28 septembre 2012 avec un pool de banques contient une clause de changement de contrôle mais cette clause n'est pas applicable au cas présent, l'Offre étant initiée par une entité agissant de concert avec Itefin Participations et Boussard & Gavaudan.

Hormis le contrat d'émission des OCEANE, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par GFI ou l'exercice de clauses de changement de contrôle pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

3.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le 18 décembre 2007, la Société a conclu avec M. Vincent Rouaix une convention de non-concurrence modifiée par un avenant du 29 mars 2013. A titre d'indemnisation de l'engagement de non-concurrence souscrit par M. Vincent Rouaix, ladite convention prévoit le versement à ce dernier d'une somme forfaitaire de 850.000 euros le jour de la cessation de son mandat.

La Société n'a conclu aucun autre accord avec les membres du conseil d'administration ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**Expertise Indépendante dans le cadre de
l'offre publique d'achat initiée par Infofin Participations sur
les actions, OCEANE et BSAAR émis par Gfi Informatique**

Gfi Informatique (ci-après « Gfi », « la Société » ou « le Groupe »), société cotée au compartiment C de la bourse de *NYSE Euronext Paris* est détenue par *Itefin Participations*, société détenue à près de 95% par des fonds gérés par *Apax Partners*, principal actionnaire à hauteur de 29,99% qui contrôle *Gfi Informatique* depuis 2007, *Boussard & Gavaudan* (actionnaire à 29,91% du capital) et le public pour le solde. *Apax* détient deux sièges au conseil d'administration (sur un total de 7), tandis que *Boussard & Gavaudan* n'est pas représenté au conseil et ne souhaite pas l'être à l'avenir.

Apax Partners et *Boussard & Gavaudan* ont annoncé le lundi 10 juin 2013 avoir conclu un accord constitutif d'une action de concert. Du fait même de sa formation, ce concert franchit les seuils de 30% et 50% et se trouve donc, conformément à la réglementation boursière, dans l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat (« l'Offre », « l'Opération »)

sur la totalité des actions ordinaires, des obligations convertibles en actions nouvelles (OCEANE) et des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAAR).

Concrètement, l'Offre déposée ce même jour auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) est initiée par *Infofin Participations* (« l'Initiateur »), une société détenue par *Apax Partners* et financée conjointement par *Apax Partners* et *Boussard & Gavaudan*. Les prix unitaires proposés par l'Initiateur pour les trois catégories de titres (ci-après « les Prix d'Offre ») sont respectivement de 3,75 €, 5,25 €² et 0,35 € pour les actions, OCEANE et BSAAR. L'Initiateur a également précisé qu'il n'était pas dans son intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où les résultats le permettraient.

Informé le 17 mai 2013 par *Apax* et *Boussard & Gavaudan* de leur projet de constituer un concert, le Président de *Gfi Informatique* a décidé de procéder sans tarder à la désignation d'un expert indépendant de façon à ce que l'Offre puisse se dérouler en totalité avant les congés du mois d'août. *Accuracy* a ainsi été mandatée par la Société le 21 mai 2013. Dans le contexte de l'Offre décrit ci-dessus, la nomination d'un expert indépendant est requise au titre de deux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°).
- (ii) « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » (alinéa I - 5°).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie détaille le contexte de l'Offre et précise l'impact de ce contexte pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre. La troisième partie a pour objet de présenter succinctement la Société, ainsi que les principales caractéristiques de son portefeuille d'activités et leur impact sur la démarche d'évaluation. Les quatrième et cinquième parties détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer respectivement la valeur des actions et la valeur des OCEANE et des BSAAR, dans le cadre usuel d'une approche multicritères. La sixième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré par *Natixis*, conseil de l'Initiateur et banque présentatrice de l'Offre (ci-après « la Banque »). La septième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable de l'Offre pour les différents porteurs des titres visés.

² Prix initialement fixé par l'Initiateur à 5,10 € et relevé à 5,25 € sur la base des résultats des travaux d'évaluation réalisés dans le cadre du présent rapport (cf. *infra*, section 5.1.2)

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée en Europe, Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2011				
Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
mai-13	Oeneo	Andromède	Offre publique d'achat simplifiée visant le retrait obligatoire (en cours)	Crédit du Nord, Société Générale
avr.-13	Plantation des Terres Rouges	Bolloré	Retrait Obligatoire (Bourse de Luxembourg)	Mediobanca
avr.-12	Entrepose Contracting	Vinci	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Crédit Agricole CIB
sept.-11	Delachaux	Sogrepar	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Deutsche Bank et HSBC France
avr.-11	Rhodia	Solvay	Offre publique d'achat suivie d'un retrait obligatoire	Morgan Stanley

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, exigé par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson (Associé). Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre un manager diplômé d'HEC, disposant d'une expérience de cinq ans dans le domaine du conseil financier, ainsi que de deux consultants junior. Enfin, Henri Philippe (Associé) a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

1.3. Déclaration d'indépendance

Durant l'été 2011, *Accuracy* est intervenu à la demande d'*Apax* pour attester le caractère raisonnable des conditions financières envisagées pour la réalisation d'une opération financière impliquant deux des fonds gérés par *Apax Partners*. Par ailleurs, dans le cadre de l'activité de conseil qu'elle développe dans le monde bancaire, *Accuracy* effectue actuellement une mission pour le compte de *Natixis*. Au regard du chiffre d'affaires réalisé par *Accuracy* (soit environ 44 m€ en 2012), les honoraires forfaitaires qui ont été ou seront obtenus au titre de ces deux missions (soit respectivement 40 k€ et 300 k€), ne sont pas de nature à remettre en cause notre indépendance et notre objectivité dans le cadre de l'exécution de la présente mission.

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante) et notwithstanding les deux missions évoquées ci-dessus, *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 70 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et son conseil ; analyse du contexte de l'Offre, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2013-2014 ;
- entretiens avec les dirigeants opérationnels de la Société (présentation du portefeuille d'activités de la Société et, pour chacune des branches d'activité, présentation de l'historique, du potentiel de développement, du positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.) ;
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions et des OCEANE et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
- évaluation des actions de la Société selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et, dans la mesure du possible, des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
- dans le cadre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
- dans le cadre de la méthode DCF, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale et à la détermination du taux d'actualisation applicable ;
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
- évaluation des OCEANE émises par la Société sur la base d'une approche par composante (valeur nue de l'obligation et valeur optionnelle). La valeur optionnelle a été estimée à partir d'un

modèle binomial développé spécifiquement pour prendre en comptes les caractéristiques des OCEANE ;

- évaluation des BSAAR émis par la Société sur la base d'une approche binomiale à partir d'un modèle développé spécifiquement pour prendre en comptes les caractéristiques des BSAAR ;
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque ;
- entretien avec des représentants de l'Initiateur et de la Banque ;
- présentation de notre projet de rapport aux administrateurs indépendants de la Société ;
- rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 17 juin 2013.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 21 mai 2013, date de signature de notre lettre de mission, au 17 juin 2013, date de présentation des conclusions du présent rapport au conseil d'administration de la Société.

Au cours de cette période, nous avons eu plusieurs entretiens avec l'équipe dirigeante de la Société afin d'obtenir sa vision de la position concurrentielle actuelle et future de la Société sur ses différents marchés. Nous avons également rencontré des représentants de l'Initiateur et de sa banque conseil. Enfin, notre projet de rapport a été présenté pour commentaires à l'ensemble des administrateurs de la Société non conflictés par l'Offre.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées

- Vincent Rouaix, Directeur Général, *Gfi Informatique* ;
- Cyril Malher, Directeur Financier, *Gfi Informatique* ;
- Michel Berjamine, Directeur de la branche *Application Services*, *Gfi Informatique* ;
- Laurent Leenhardt, Directeur de la branche *Software*, *Gfi Informatique* ;
- Normann Hodara, Directeur la branche *Infrastructure Services*, *Gfi Informatique* ;
- Gilles Rigal, Associé, *Apax Partners*
- Eric Arnould, *Managing Director*, *Natixis* ;
- Jonathan Banet, Associate, *Natixis* ;
- Administrateurs indépendants de *Gfi Informatique*.

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par le management de la Société.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- rapports annuels de la Société (pour les exercices 2000 à 2012), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- plan d'affaires 2013-2014 élaboré par le management de la Société ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- projet de note d'information établi par l'Initiateur ;
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, et *Mergermarket* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, de la volatilité attendue de ses actions, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en

œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

Par ailleurs, l'Initiateur nous a confirmé dans une lettre d'affirmation que le pacte d'actionnaires signé entre lui, Apax et Boussard & Gavaudan ne comporte aucune disposition susceptible d'induire, directement ou indirectement, aujourd'hui ou à terme, un transfert de valeur entre les parties au pacte et les actionnaires minoritaires de la Société.

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société nous a communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société, des explications orales données par le management sur les perspectives de développement et les performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Offre

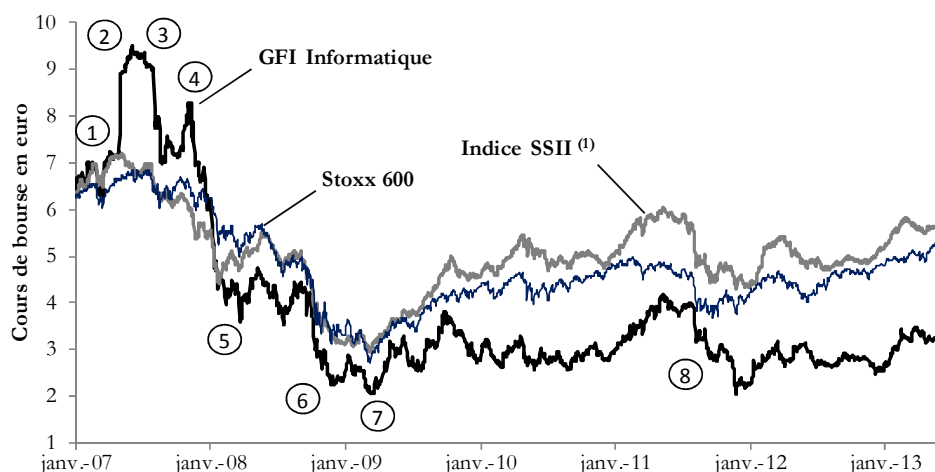
2.1. Analyse de la vie boursière du titre Gfi Informatique

2.1.1. Evolution du cours depuis janvier 2007

Sur la période allant du 1^{er} janvier 2007 au 29 mai 2013, le cours de bourse de *Gfi Informatique* est passé de 6,26 € à 3,13 €, soit une baisse de 50,0% à comparer avec les baisses de 17,2% et de 11,8% enregistrées sur la même période par l'indice européen Stoxx 600 et par un échantillon large de sociétés comparables (*Atos, Aubay, Capgemini, Devotean, Groupe Open, Steria, Neurons et Sopra*).

Après avoir connu une performance en ligne avec les sociétés du secteur début 2007, le titre bondit en mai 2007 à l'annonce d'une OPA lancée par *Fujitsu Services* au prix de 8,50 €. Cet événement intervient environ trois mois après l'annonce de la montée potentielle au capital de la Société d'*Itefin Participations*, une société contrôlée par *Apax* et destinée à regrouper également les titres détenus par les dirigeants de la Société. Porté par les spéculations d'une potentielle contre-offre, le titre atteint un plus haut à 9,51 € avant de se stabiliser autour de 9 € fin juillet. Début août, *Boussard & Gavaudan* annonce détenir 11,4% du capital de la Société, puis mi-août c'est au tour d'*Itefin Participations* d'annoncer détenir 15,1% du capital de la Société. Le cours se stabilise alors autour de 7 € et le 20 août un communiqué de l'AMF annonce l'échec de l'offre de *Fujitsu Services*, jugée insuffisante par près de 60% des actionnaires de la Société.

- Gfi Informatique - Evolution du cours de bourse depuis le 1er janvier 2007 -



(1) Indice équilibré composé de : Atos, Aubay, Capgemini, Devoteam, Groupe Open, Steria, Neurons et Sopra.

Source : Bloomberg

Légende du graphique

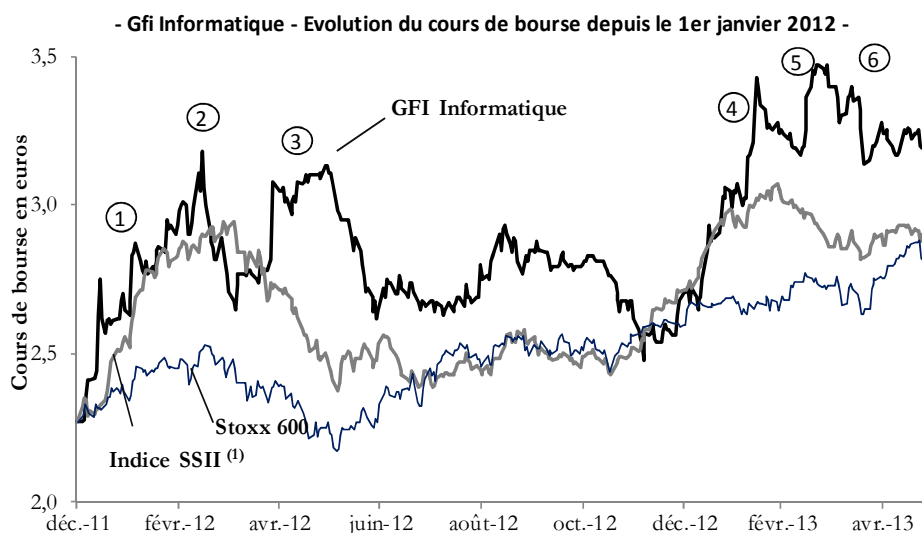
1. 30 janvier 2007 : annonce du projet d'entrée au capital d'Apax
2. 2 mai 2007 : OPA de Fujitsu Services sur Gfi au cours de 8,5 € par action
3. 1^{er} août 2007 : Refus de Fujitsu Services de relever son prix d'offre
4. Novembre 2007 : le CA du T3 fait apparaître les premières difficultés opérationnelles en Italie
5. Mars 2009 : Annonce de la transmission de la direction à Vincent Rouaix
6. Septembre 2008 : faillite de *Lehman Brothers*
7. Mars 2009 : Vincent Rouaix nommé directeur général de Gfi Informatique
8. Aout 2011 : crise de la dette souveraine de la zone euro

A partir de l'automne 2007, le titre *Gfi Informatique* est fortement pénalisé par la dégradation de la conjoncture économique et les incertitudes liées à la crise boursière des *subprimes* de l'automne 2007, puis à la crise financière de l'automne 2008 déclenchée par la faillite de *Lehman Brothers*. Mi-mars 2009, le titre atteint ainsi un point bas à 2,05 €, soit une baisse d'environ 75% depuis le pic du marché fin octobre 2007 (contre une baisse de près de 55% pour les sociétés comparables et le marché dans son ensemble). Cette sous performance peut s'expliquer notamment par la prime spéculative résiduelle incluse dans le cours de bourse à fin octobre 2007, ainsi que les difficultés rencontrées par la Société sur ses marchés internationaux (notamment en Italie).

A compter de mars 2009, Jacques Tordjman, PDG et fondateur de *Gfi Informatique* est remplacé à la tête de la Société par son directeur général délégué, Vincent Rouaix. Celui-ci met en place un nouveau plan stratégique s'appuyant sur trois axes principaux : (i) recentrage des activités internationales du groupe avec la cession des activités en Allemagne et en Italie (début 2010) et au Canada (début 2012), (ii) systématisation de l'approche sectorielle, (iii) accélération du développement de l'activité d'édition de logiciels. Néanmoins, le titre fluctue dans un tunnel compris entre 2,0 € et 4,0 €, la Société étant pénalisée non seulement par un environnement macroéconomique peu porteur (crise de la dette souveraine) notamment en Europe du Sud, mais également par une croissance organique inférieure aux sociétés comparables en France (environ 70% du chiffre d'affaires du groupe en 2010).

2.1.2. Evolution du cours sur la période récente

Sur la période janvier 2012 – mai 2013, le cours de *Gfi Informatique* reste très volatil en raison des incertitudes économiques, mais la tendance est mieux orientée.



Source : Bloomberg

Légende du graphique

1. Février 2012 : Publication du CA T4 2011 croissance meilleure que prévue
2. Mars 2012 : Publication des résultats 2011 en ligne avec les attentes
3. Mai 2012 : Publication du CA T1 2012
4. Février 2013 : Publication du CA T4 2012
5. Mars 2013 : Publication des résultats annuels 2012
6. Avril 2013 : Publication du CA T1 2013

Ainsi sur la période, le cours passe 2,27 € à 3,13€, soit 37,9% de hausse (contre 28,7% pour les sociétés comparables et 23,7% pour le marché dans son ensemble). Cette bonne performance boursière peut s'expliquer notamment par le redressement de la croissance organique de *Gfi Informatique* en France (supérieure de 3,4% en moyenne à celle des sociétés du secteur). Comme on peut l'observer sur le graphique, le titre est particulièrement volatil autour des dates de publication de chiffre d'affaires trimestriels.

2.1.3. Liquidité du titre

La Société est cotée sur le compartiment C de la bourse *NYSE Euronext Paris*. Au 7 juin 2013 (veille de l'annonce de l'Offre), la capitalisation boursière s'élève à 166 m€, ce qui range la société dans la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »).

A cette date, 29,99% du capital sont détenus par *Itefin Participations* (contrôlée par *Apax*), 27,88% par *Boussard & Gavaudan* et 6,74% par *Financière de l'Echiquier*. Le solde est principalement dans les mains du public (l'autodétention représentant 1,39% du capital et les salariés et managers détenant 1,88%). Le flottant (soit 32,11% du capital) est donc d'un montant modeste (55,2 m€).

Conséquence directe de cette situation, le titre *Gfi Informatique* est assez peu liquide, avec des volumes d'échange assez faibles : environ 39 000 titres par jour en moyenne sur les douze derniers mois, soit un montant moyen de capitaux échangés d'environ 116 k€.

Gfi Informatique - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	En m€
07/06/2013	3,05	25 639	0,0 %	25 639	0,0 %	0,1 %	0,1
Dernière semaine	3,05	17 404	0,0 %	87 021	0,2 %	0,2 %	0,3
Dernier mois	3,14	22 640	0,0 %	512 066	1,0 %	1,4 %	1,6
3 derniers mois	3,26	48 382	0,1 %	2 976 547	5,5 %	8,2 %	9,7
6 derniers mois	3,14	50 162	0,1 %	6 159 410	11,5 %	16,9 %	19,4
12 derniers mois	3,01	38 612	0,1 %	9 745 290	18,1 %	26,7 %	29,3

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Source : Bloomberg - 07/06/2013

2.2. Cours et liquidité des OCEANE

Le 30 juin 2011, la société a procédé à l'émission d'un emprunt de 50,0 m€ sous la forme de 10 080 645 OCEANE cotées sur le compartiment obligataire de *NYSE Euronext Paris*. Le coupon annuel égal à 5,25% du nominal (soit 4,96 €) est payable à terme échu le 1^{er} janvier de chaque année jusqu'au 1^{er} janvier 2017, date de paiement du dernier coupon. Chaque OCEANE donnera droit à l'attribution d'actions nouvelles et/ou existantes *Gfi Informatique*, à raison d'une action pour une OCEANE.

Boussard & Gavaudan a souscrit à la quasi-totalité de l'émission, si bien que 7 juin 2013, il détient 97,7% des OCEANE émises.

En pratique, depuis la date d'émission, en raison notamment de la faiblesse du flottant (2,3%), les volumes échangés sont très limités.

2.3. Objectif du présent rapport d'expertise au regard des motivations de la mission confiée à Accuracy

Afin de bien cerner l'objectif du présent rapport d'expertise, il convient de qualifier la présente Offre pour les parties en présence.

- Du point de vue de l'Initiateur, il s'agit d'une « offre obligatoire » dans la mesure où une disposition réglementaire contraint l'Initiateur à lancer une offre. En l'occurrence, il s'agit du franchissement de plusieurs seuils réglementaires, dont le seuil de 50% des droits de vote, par le concert formé par *Apax* et *Boussard & Gavaudan*.
- Du point de vue des actionnaires minoritaires destinataires de l'Offre, ainsi que des porteurs d'OCEANE et de BSAAR, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ils sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres. Rappelons à cet égard que cette qualification de l'Offre pour ses destinataires vaut quels que soient les résultats de l'Offre, car l'Initiateur a d'ores et déjà indiqué qu'il ne demanderait pas la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce contexte, comme nous l'avons rappelé en introduction du présent rapport, la mission confiée à *Accuracy* est motivée par la réglementation boursière à un double titre : (i) à titre principal, par l'existence du conflit d'intérêt potentiel résultant de la position de l'Initiateur au sein du conseil d'administration de la Société et susceptible de provoquer une rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, (ii) à titre accessoire, par l'existence de trois catégories de titres visés par l'Offre (actions ordinaires, OCEANE et BSAAR) et la possibilité d'une rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs des trois catégories de titres. Dans le cadre usuel d'une offre obligatoire, la démonstration de l'absence de rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires est presque immédiate : il suffit pour l'expert indépendant de vérifier que le prix d'offre est « *au moins égal au prix le plus élevé payé par l'Initiateur (...) sur une période de douze mois précédent le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6 du règlement général de l'AMF).

Dans le cas présent, cette démonstration s'avère cependant plus délicate. En effet, même s'il procède d'une action délibérée de l'Initiateur (*i.e.* la formation du concert), le franchissement de seuils qui a généré l'obligation de déposer une offre n'a résulté d'aucune transaction effectuée par les membres du concert³. Dans ce cas, comme la règle de principe énoncée par l'article 234-6 ne peut s'appliquer, ce même article laisse entendre que l'absence de rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires doit s'apprécier au regard des résultats d'une évaluation multicritères des titres visés par l'offre⁴. Concrètement, en oubliant à ce stade l'existence des OCEANE et des BSAAR, les conditions financières de l'Offre pourront être qualifiées d'équitables pour les actionnaires minoritaires de la Société si le prix proposé pour les actions s'inscrit dans la fourchette d'estimations issues de l'évaluation multicritères.

Dans la mesure où l'Initiateur a écartée d'emblée la mise en œuvre éventuelle d'une procédure de retrait obligatoire et n'a fait part d'aucune volonté d'infléchir la stratégie de la Société ou de changer ses dirigeants, cette évaluation multicritères a pour objet de déterminer la valeur des actions de la Société dans le cadre de la politique de développement mise en œuvre par le management en place (ci-après « Valeur Intrinsèque » de la Société)⁵. Ainsi définie, la Valeur Intrinsèque exclut notamment la prime de contrôle qui pourraient être payée par un acteur du secteur à la suite d'un transfert du contrôle en fonction de l'importance des synergies susceptibles d'être générées par l'opération.

Au total, le présent rapport d'expertise a deux objectifs. Sur la base de ce qui précède, l'objectif premier est d'estimer la Valeur Intrinsèque de la Société et d'apprécier au vu des estimations obtenues le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert pour les actions. L'objectif second du rapport est d'attester l'absence de rupture dans l'égalité de traitement entre les différents détenteurs des titres visés par l'Offre, ce qui implique de vérifier que les prix offerts pour les OCEANE et les BSAAR se déduisent des seules caractéristiques de ces deux catégories de titres et de la valeur des actions de la Société.

³ Nous considérons à cet égard que les transactions réalisées par Boussard & Gavaudan (absence de transaction initiée par Apax) s'inscrivent dans le cadre d'une gestion active de la participation (cadre normal pour un *hedge fund*) et non pas dans la perspective de la formation du concert ayant entraîné l'obligation de dépôt de l'Offre.

⁴ Le dernier alinéa de l'article 234-6 dispose en effet que en l'absence de transaction de l'initiateur, le prix de l'offre obligatoire « est déterminé en fonction des critères d'évaluation usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres ». Dans le cas d'espèce, dans la mesure où la situation de Gfi Informatique et le marché de ses titres ne présentent aucun caractère d'exception, ce sont bien les résultats de l'évaluation multicritères qui doivent être pris en compte.

⁵ Nous relevons à cet égard que l'Initiateur « a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le conseil d'administration de la Société », si bien que l'Opération n'aura « aucune incidence sur le politique industrielle, commerciale et financière de la Société » (cf. section 1.2.1 du projet de note d'offre déposé par l'Initiateur). Dans l'hypothèse contraire, la Valeur Intrinsèque que nous aurions considérée se serait appuyée sur un plan d'affaires intégrant les nouvelles orientations stratégiques de l'actionnaire contrôlant.

3. Présentation de la Société

3.1. Description du portefeuille d'activités

Gfi Informatique est présent dans les métiers du service informatique et de l'édition de logiciels. Ces deux métiers ont respectivement contribué pour 89% et 11% du chiffre d'affaires du groupe en 2012 (*pro forma* des acquisitions réalisées en 2012). Le premier recouvre trois lignes de services : l'intégration de systèmes, l'infogérance et le conseil. Le second s'appuie sur deux catégories de produits : (i) des solutions logicielles dites « verticales » destinées notamment aux collectivités locales et territoriales, aux établissements publics et à des régies de distribution d'eau et d'électricité, (ii) des solutions dites « horizontales » portant, par exemple, sur la gestion du temps pour les directions de ressources humaines dans les entreprises de toute taille ou encore sur la gestion financière et comptable des PME.

La Société est également implantée à l'étranger, quasi exclusivement sur le métier de services. La contribution de cette activité réalisée hors de France a baissé à mesure du recentrage géographique opéré au cours des dernières années, pour atteindre 17% du chiffre d'affaires en 2012 (*pro forma*). Les deux principales régions contributrices sont la péninsule ibérique (Espagne, Portugal) et le Belux (Belgique, Luxembourg) qui représentent plus de 90% de la contribution totale.

Au total, le portefeuille d'activités de la Société s'avère donc assez diversifié tant en termes de métiers, que de modalités de rémunération du service rendu, de type de clients ou encore d'environnements concurrentiels. Il en résulte une certaine complexité d'analyse, et ceci pour une taille qui reste encore modeste relativement aux groupes leaders du secteur. En particulier, l'évolution du mix d'activités (services à moyenne ou forte valeur ajoutée *versus* logiciels, France *versus* pays étrangers, ...) conditionne au premier chef l'évolution de la marge opérationnelle et représente un paramètre clé pour la comparaison des performances historiques ou futures de la Société avec les performances équivalentes des entreprises du secteur.

Or jusqu'à présent, la Société ne fournit une information sectorielle détaillée (*i.e.* ventilation du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, et des actifs et passifs du bilan) que pour les différentes zones géographiques, la seule information sectorielle relative aux métiers portant sur le chiffre d'affaires. En pratique, cette situation interdit d'évaluer séparément les deux métiers du groupe (sauf à procéder de façon très approximative en se fondant sur des multiples de chiffres d'affaires), alors même que leur logique de développement, leur degré de risque et souvent leur potentiel de développement différent, justifiant ainsi des multiples de résultat opérationnel distincts.

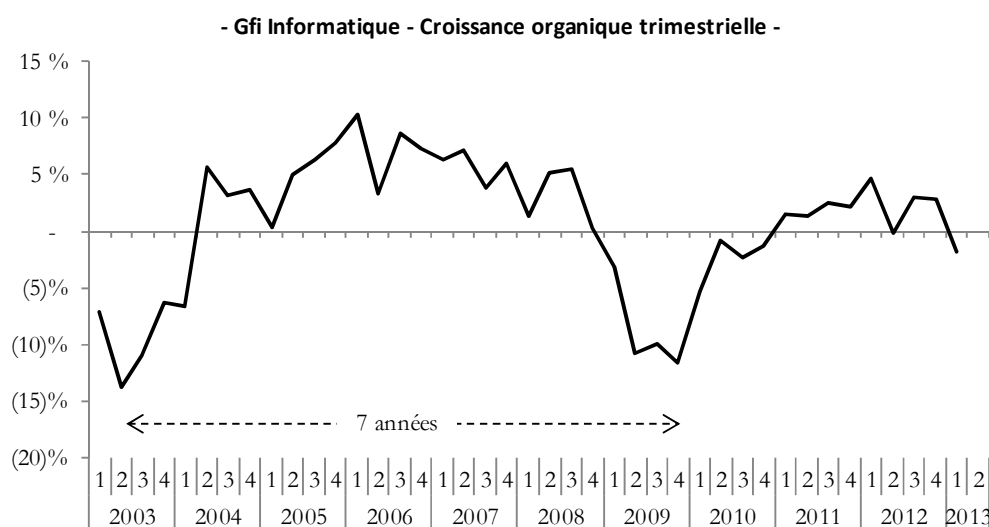
L'approche par zone géographique que nous avons dû retenir n'en demeure pas moins pertinente et ceci pour deux raisons. En premier lieu, l'écart de marge opérationnelle (en valeur absolue et en taux) entre l'activité d'édition de logiciel et l'activité de services est sans doute plus limité que ce qu'on pourrait imaginer à première vue. En effet, l'activité d'édition de logiciels de la Société a vocation à rester d'une taille relativement modeste, nécessite en outre la commercialisation et la maintenance de plusieurs dizaines de produits et inclue enfin une part importante de services (liée à l'intégration des logiciels vendus chez les clients). En second lieu, la position concurrentielle de *Gfi Informatique* est bien plus solide en France qu'à l'international en raison notamment de la différence de taille. Par exemple, la taille de *Gfi Informatique* est près de 25 fois plus importante en France qu'au Portugal. Conséquence directe du positionnement concurrentiel, la marge opérationnelle moyenne enregistrée par la Société sur la période 2008-2014 est bien supérieure en France qu'au Portugal (5,0% contre 3,1%).

3.2. Caractéristiques financières du portefeuille d'activités

3.2.1. Un risque opérationnel significatif résultant d'une forte sensibilité à la conjoncture et d'un levier opérationnel élevé

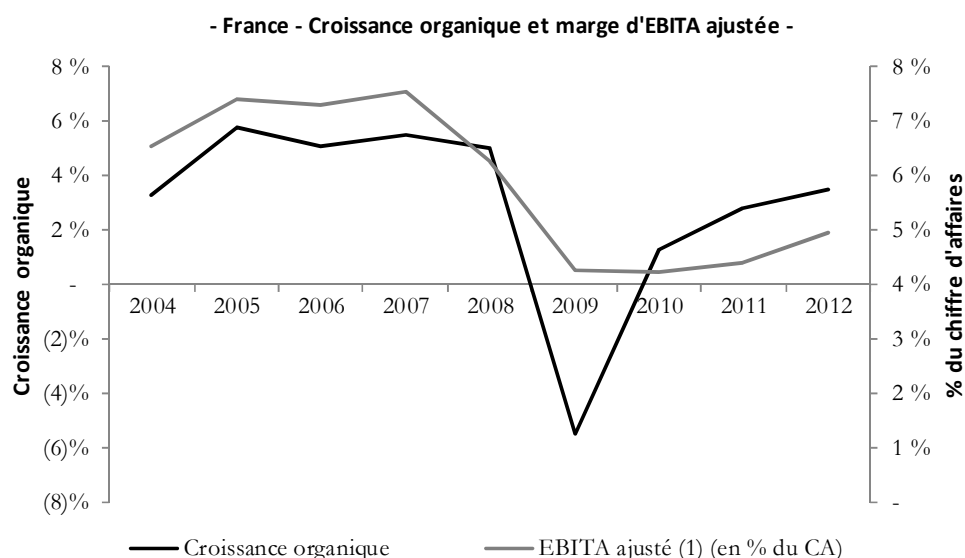
Le secteur des services d'ingénierie informatique peut être considéré comme un marché relativement mature caractérisé par une croissance modeste des volumes et une érosion légère mais tendancielle des prix. Sur la période 2003-2012, *Gfi Informatique* a ainsi connu en France une croissance organique (*i.e.* hors effet des changements de périmètre) relativement modeste de 2,9% par an en moyenne.

Bien que mature, la demande de services d'ingénierie informatique est cependant cyclique et peut s'avérer particulièrement volatile. En effet, elle dépend fortement des investissements des entreprises (notamment en logiciels) et évolue donc avec la conjoncture économique générale. Le dernier cycle complet du secteur est ainsi délimité par la crise économique de 2002-2003 qui a résulté de l'éclatement de la bulle Internet (2002 à 2003) et qui fut particulièrement sévère pour le secteur, et la crise financière de 2009.



Ce cycle est d'ailleurs parfaitement identifiable chez *Gfi Informatique* et les données de croissance organique relative au chiffre d'affaires trimestriel permettent d'attester de la volatilité importante de l'activité. Ainsi, au plus fort de la crise de 2002-2003 et de celle de 2009, *Gfi Informatique* a vu son chiffre d'affaires décroître de près de 15,0% et 12,0% par rapport au même trimestre de l'année précédente. A l'inverse, lorsque l'environnement économique est favorable, au début de l'année 2006 par exemple, la croissance du chiffre d'affaires peut atteindre près de 10,0%.

Face à une demande relativement cyclique et volatile, les Sociétés de Services d'Ingénierie Informatique (SSII) opposent une structure de coûts essentiellement fixe. En effet, les frais de personnel représentent en moyenne près de 70% du chiffre d'affaires sur la période 2008-2012 et près de trois quarts des coûts. Le levier opérationnel est donc important et le taux de marge opérationnelle fortement dépendant de la croissance organique du chiffre d'affaires. S'agissant de l'activité de *Gfi Informatique* en France, la marge d'EBITA ajustée (*i.e.* hors coûts de restructuration) qui évoluait autour de 7,0% sur la période 2005-2008 (période de croissance organique supérieure à 5,0%), baisse brutalement à 4,3% en 2009 alors que la croissance organique devient négative à -5,0%.



(1) Hors coûts de restructurations et réintégrant la CVAE sur 2010-2012

Source : Gfi Informatique

Confrontée à une demande cyclique et volatile et des coûts essentiellement fixes, les SSII doivent donc se montrer extrêmement vigilantes sur la gestion de leurs effectifs. En effet, ces sociétés doivent s'assurer de disposer des effectifs nécessaires pour répondre à la croissance de la demande lorsque la conjoncture est favorable, tout en restant suffisamment prudentes dans leur politique d'embauches sous peine de voir le taux d'utilisation de leurs employés baisser en cas de retournement de cycle et leur rentabilité se dégrader rapidement.

En cas de retournement non anticipé de la demande, les SSII ont recours à des plans d'ajustements d'effectifs, lesquels génèrent dans les comptes des coûts de restructuration (*i.e.* indemnités de licenciement) qui peuvent s'avérer relativement importants. En théorie, ces coûts sont exceptionnels (et considérés comme tels dans la communication financière des sociétés du secteur) puisque limités à des périodes de retournement de la demande. En pratique, on observe que les SSII ajustent en permanence leurs effectifs, même en période de croissance. En effet, les employés n'étant pas totalement interchangeables, chaque *practice* métier, sectorielle ou géographique peut exiger un ajustement d'effectifs à différents moments d'un cycle. De plus, les SSII font face à des évolutions de technologies qui peuvent rendre certaines compétences caduques et donc nécessiter certains ajustements d'effectifs.

Dès lors, il convient de considérer que les coûts de restructurations font partie intégrante du modèle économique des SSII. Bien plus, ils sont aussi le reflet de la qualité de la gestion opérationnelle de la société dans son ensemble : plus ces coûts sont bas en pourcentage du chiffre d'affaires, plus la gestion opérationnelle de la société est optimisée. Par conséquent, nous avons réintégré les coûts de restructuration dans notre appréciation de la rentabilité des sociétés du secteur. Sur les sept dernières années (soit un cycle complet), *Gfi Informatique*, qui a dépensé en moyenne près de 1,0% de son chiffre d'affaires en restructurations, figure dans la moyenne haute du secteur.

3.2.2. Une rentabilité élevée des capitaux engagés grâce à la faible intensité capitalistique de l'activité

Le niveau relativement modeste des marges d'EBITA (notamment si l'on réintègre les coûts de restructuration) et le risque opérationnel significatif de l'activité sont cependant compensés par la faible intensité capitalistique de l'activité. En effet, comme dans la plupart des activités de services, le bilan de la Société affiche un faible montant d'immobilisations, le besoin en fonds de roulement représentant l'essentiel des capitaux nécessaires à l'exploitation. Il en résulte une rotation très rapide des capitaux employés : le ratio de rotation (chiffre d'affaires rapporté à la somme des immobilisations d'exploitation et du besoin en fonds de roulement) est ainsi proche de 8x en 2012.

Conjugué avec une marge d'EBITA de 4,0% (soit le niveau moyen, net des coûts de restructuration, enregistré ou attendu par *Gfi Informatique* en France sur la période 2008-2014), cette rotation de 8x génère une rentabilité des capitaux employés (*i.e.* ROCE pour *Return On Capital Employed*) d'environ 21% après impôts, soit une rentabilité excédentaire (ou rente économique) de plus de 10% par rapport à la rentabilité exigée sur l'activité (cf. *infra*, section 4.4.3 relative à l'estimation du coût du capital de la Société).

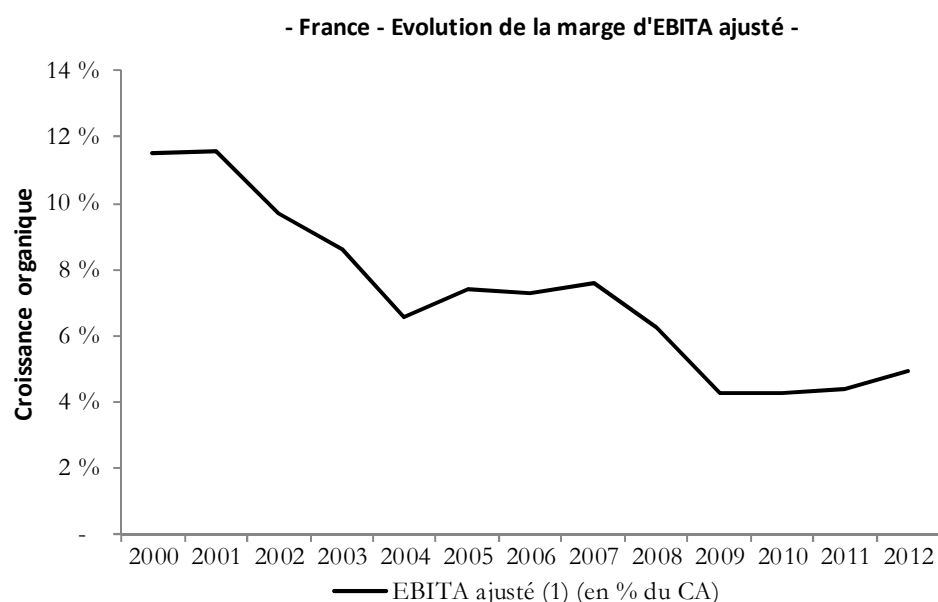
S'agissant d'une SSII, ce constat doit cependant être nuancé. Le développement des sociétés du secteur a impliqué par le passé, et impliquera peut-être dans le futur, la réalisation d'opérations de croissance externe. Ces opérations génèrent d'importants *goodwills* qui représentent la majeure partie du prix d'acquisition. Dès lors, compte tenu du caractère récurrent des acquisitions, il n'est pas injustifié d'intégrer ces *goodwills* dans les capitaux nécessaires à l'exploitation. Sur cette base, le ratio de rotation des capitaux engagés affiché par *Gfi Informatique* sur la période récente diminue fortement et la rentabilité est bien inférieure au niveau évoqué ci-dessus.

Cette deuxième mesure de la rentabilité des capitaux engagés ne doit cependant pas conduire à ignorer la première. La raison en est que la première mesure (qui exclut les *goodwills* d'acquisition) donne une idée pertinente de la rentabilité marginale de la croissance organique. Or, la croissance organique est par construction la seule qui subsiste dans le cadre de la méthode DCF lorsque l'on cherche à estimer les flux générés par l'activité au-delà de l'horizon du plan d'affaires et *a fortiori* le flux normatif en vue de la détermination d'une valeur terminale. Pour cette raison, le niveau élevé de la rentabilité de la croissance organique est un déterminant important de la valeur du portefeuille d'activités de la Société : cette valeur est ainsi très sensible aux hypothèses retenues sur le taux de croissance organique à court, moyen et long terme et naturellement à toute hypothèse relative à l'évolution de la marge opérationnelle.

3.2.3. Une marge opérationnelle sous pression

Comme souligné ci-dessus, les marges opérationnelles enregistrées aujourd'hui par *Gfi Informatique* permettent de générer une rentabilité satisfaisante au regard du coût du capital de l'activité. Néanmoins, il convient de noter que cette rentabilité a connu une baisse importante depuis le début des années 2000, notamment en raison d'une érosion tendancielle des marges opérationnelles.

A titre d'exemple, la marge opérationnelle ajustée de *Gfi Informatique* en France a été divisée par deux depuis l'année 2000. Cette tendance lourde peut s'expliquer par différents facteurs aboutissant à une érosion des taux journaliers du secteur, alors même que les coûts salariaux augmentent continuellement. Parmi ces facteurs de pression sur les prix, on peut noter : le faible pouvoir de négociation des SSII face à des clients de plus en plus exigeants, la menace de nouveaux entrants potentiels (telles que les SSII indiennes), une concurrence accrue entre les acteurs du secteur liée à une potentielle surcapacité et un manque de différenciation concurrentielle. Dans un tel contexte, les SSII ont dû revoir leur organisation en industrialisant leur fonctionnement afin de réduire le coût de revient des services rendus. Dans le cas de *Gfi Informatique*, cette mutation, qui a débuté au milieu des années 2000, n'a pas permis de compenser la baisse des taux journaliers, comme attesté par la baisse des marges enregistrée depuis 2005 et le recours croissant aux ajustements d'effectifs.



(1) Hors coûts de restructurations et réintégrant la CVAE sur 2010-2012

Source : Gfi Informatique

3.3. Implications sur les travaux d'évaluation

Comme on le verra plus loin, les travaux d'évaluation réalisés dans le cadre du présent rapport d'expertise reposeront principalement sur la méthode DCF en raison de sa capacité à intégrer de façon explicite et transparente l'ensemble des caractéristiques des activités détaillées ci-dessus. Les développements qui suivent sont ainsi à replacer dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode.

3.3.1. Estimation qualitative du risque systématique du portefeuille d'activités de la Société

Les deux déterminants clés du risque non diversifiable d'une activité (ou risque systématique, traditionnellement mesuré par le coefficient bêta) sont la sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture économique générale et le degré de levier opérationnel (qui vient amplifier l'impact d'une variation du volume d'affaires sur le résultat de l'activité). Dans le cas du portefeuille d'activités de *Gfi Informatique*, nous avons montré d'une part que le volume d'affaires était très sensible à la propension des sociétés à investir et donc à la conjoncture économique, et d'autre part que le levier opérationnel était élevé en raison notamment des coûts de personnel.

L'effet conjugué de ces deux caractéristiques de l'activité de *Gfi Informatique* laisse anticiper un coefficient bêta significativement supérieur à celui du marché (*i.e.* environ 0,9 avant impact du levier financier). Comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 4.3.3), cette intuition sera confortée par l'estimation quantitative de ce coefficient bêta réalisée à partir d'une approche analogique fondée sur l'estimation des coefficients bêta historiques des actions de sociétés engagées dans des activités raisonnablement comparables.

3.3.2. Sensibilité de l'évaluation au niveau de marge opérationnelle retenu pour la détermination de la valeur terminale

Comme indiqué plus haut, le portefeuille d'activités de *Gfi Informatique* se caractérise par une marge opérationnelle relativement faible et une rotation rapide des capitaux engagés, ce qui rend l'estimation de la rentabilité normative et donc la valeur du portefeuille d'activités extrêmement sensible aux hypothèses de marge retenues.

A titre d'illustration, considérons une société fictive ABC dont les caractéristiques opérationnelles sont proches de celle de *Gfi Informatique* : marge opérationnelle de 4,0% et rotation de 8x, ce qui donne un ROCE après impôts d'environ 21,1%. Supposons par ailleurs des capitaux engagés de 100 et une croissance de 1,5%, une dette nette de 50, et un coût d'opportunité du capital de 9,0%. Sur cette base, le flux de trésorerie dégagé par ABC est de 19,1 (soit : $100 \times [21,1\% - 2,0\%]$)⁶. En capitalisant ce flux à l'infini, la valeur de l'activité ressort à 273 (soit : $19,1 / [9,0\% - 2,0\%]$) et la valeur des capitaux propres à 223 (273 - 50).

Supposons que la marge opérationnelle progresse de 4,0% à 4,5% et par suite que le ROCE passe de 21% à 23,8%. Le flux de trésorerie annuel s'élève alors à 21,8 ($100 \times [23,8\% - 2,0\%]$), la valeur de l'activité à 311 ($21,8 / [9,0\% - 2,0\%]$) et la valeur des capitaux propres à 261 (311 - 50), soit une hausse de 16,6% par rapport à la valeur de 223 obtenu dans le scénario précédent.

S'agissant de l'estimation de la valeur du titre *Gfi Informatique*, la conclusion qui ressort de cet exemple tient en quelques mots : en raison de la forte incertitude qui pèse sur l'évolution à terme de la marge opérationnelle, la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF sera nécessairement large.

3.3.3. Modalités d'estimation de la marge opérationnelle normative

Comme illustré ci-dessus, les hypothèses de marge normative conditionnent au premier chef la valeur des capitaux propres de la Société. Une attention particulière doit donc être apportée à l'estimation de ce paramètre. Or, les marges opérationnelles de *Gfi Informatique* peuvent différer grandement d'un pays à l'autre, conséquence directe du positionnement concurrentiel acquis dans les zones géographiques concernées. Dès lors, la marge normative de la Société ne peut être valablement estimée à partir d'une approche globale, mais sur la base d'une analyse spécifique conduite pour chacun des pays où la Société est présente.

De plus, le portefeuille d'activités de *Gfi Informatique* est cyclique et présente un fort levier opérationnel. Dès lors, toute hypothèse de marge terminale devra intégrer les points haut et point bas du pays en question. Comme indiqué plus loin, nous nous appuierons sur les marges opérationnelles moyennes observées sur un cycle complet intégrant les deux années du plan d'affaires du management, soit les sept années de la période 2008-2014.

Par ailleurs, à l'instar des sociétés du secteur, la Société considère dans sa communication financière que les coûts de restructuration sont de nature exceptionnelle, alors même que ces coûts, comme nous l'avons montré plus haut, font partie intégrante du modèle économique des SSII. Dès lors, il conviendra d'intégrer une hypothèse de coût de restructuration dans le processus de détermination de la marge normative du Groupe.

Enfin, les marges opérationnelles de la Société sur longue période ont connu une forte érosion en raison notamment de la baisse des prix qui n'a pas été compensée par une baisse suffisante du coût de revient des missions. Peu de facteurs à ce jour permettent d'anticiper un rebond durable des marges, d'autant plus que le marché français (principal marché de la société), reste à l'heure actuelle encore relativement protégé de la concurrence des SSII indiennes. Dès lors, les marges normatives retenues dans chacun des pays d'implantation de la Société seront sans surprise inférieures aux marges observées sur le dernier cycle (à l'exception de la Suisse en situation de retournement).

La traduction concrète de ces différents éléments sera détaillée plus loin dans la section consacrée à l'évaluation du titre *Gfi Informatique* via la méthode DCF (cf. *infra*, section 4.3).

⁶ On utilise ici la formule de calcul du *free cash flow* (FCF) en fonction du montant (AE), de la rentabilité (ROCE) et de la croissance (g) des capitaux engagés existant en début de période :

$$FCF = \text{Capitaux Employés début de période} \times [\text{ROCE} - g]$$

4. Evaluation des actions de la Société

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société (les travaux d'évaluation réalisés sur les OCEANE et des BSAAR sont présentés en section 5). Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

4.1. Références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable d'une entreprise n'est généralement pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, l'actif net comptable consolidé ne peut constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque du fait que l'actif productif essentiel de la Société, à savoir ses employés, ne figure pas au bilan comptable du Groupe.

4.1.2. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié sur la période récente de transactions significatives portant sur les actions de la Société (par exemple une augmentation de capital ou une cession d'un bloc de titres représentant plus de 10% du capital) et susceptibles de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

4.1.3. Cours de bourse et prix cibles des analystes financiers

Comme indiqué plus haut, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Gfi Informatique* ne sont pas réunies en raison notamment de la taille modeste du flottant « réel » et du faible volume des échanges journaliers. Le titre est malgré tout suivi par certaines sociétés de bourse et départements spécialisés des banques. Ainsi, un certain nombre d'analystes financiers publient régulièrement sur la Société.

Les recommandations émises par ces analystes depuis la publication des résultats 2012 par la Société (soit le 4 mars 2013) sont présentées dans le tableau ci-après. Sur les sept recommandations ainsi recensées, nous avons décidé d'exclure la recommandation de la société de bourse *Tradition* des calculs de moyenne et d'écart-type pour la raison suivante. A lecture du résumé de la note de l'analyste, il semble que l'objectif de cours affiché intègre une prime spéculative liée à la géographie du capital de la Société et ne reflète donc pas précisément la valeur intrinsèque de la Société. Ce constat explique que le prix cible de cet analyste se situe 59% au-dessus du prix cible moyen des autres analystes, soit un prix cible de 3,3 € (écart-type limité de 7,3%) à peine supérieur au cours de bourse du 7 juin 2013 (3,04 €).

Analystes actifs	Date	Recommandation			Prix cible	
		Nature	Variation	Note	€	Upside/ Downside ⁽¹⁾
Oddo & Cie	16/05/2013	neutral	=	3	3,2	5 %
<i>Tradition</i>	<i>02/05/2013</i>	<i>buy</i>	<i>+</i>	<i>5</i>	<i>5,2</i>	<i>71%</i>
Genesta	29/04/2013	Neutral	=	3	3,5	15 %
Gilbert Dupont	26/04/2013	add	=	4	3,6	18 %
Kepler Cheuvreux	25/04/2013	reduce	=	2	3,0	(1)%
EVA Dimensions	13/03/2013	buy	+	5	n.a.	n.a.
Natixis	06/03/2013	reduce	=	2	3,1	0 %
Moyenne				3,2	3,3	8 %
<i>Ecart type</i>				<i>33,7 %</i>	<i>7,3 %</i>	

Source : Bloomberg

(1) Upside/ Downside vs. cours actuel de 3,0€ (cours au 07/06/2013)

Echelle de recommandation : 1-Sell 2-Underperform 3-Neutral 4-Accumulate 5-Buy

Note : Seules ont été retenues les recommandations postérieures au 04/03/2013 suite à la publication des résultats 2012

Au total, compte tenu notamment des caractéristiques du marché du titre de la Société, de la relative complexité d'analyse du portefeuille d'activités et de la profondeur limitée des informations historiques et prévisionnelles communiquées au marché), nous considérons que les cours de bourse et les prix cibles des analystes financiers constituent certes des références incontournables dans le cadre de la présente Opération, mais nous relativisons la pertinence de ces références pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.2. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

4.2.1. Une démarche d'évaluation en deux étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons adopté une démarche d'évaluation en deux étapes qui consiste à estimer la valeur du portefeuille d'activités du Groupe (ou valeur d'entreprise), puis par solde avec la valeur de l'endettement financier net la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*).

Les méthodes mises en œuvre (ou pour le moins examinées) pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

4.2.2. Eléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Comme indiqué par le tableau ci-après, les éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres recouvrent l'endettement financier net au 30 juin 2013, estimé sur la base du flux de trésorerie du premier semestre 2013 ainsi que d'autres ajustements détaillés ci-après.

Gfi Informatique - Endettement financier net et autres ajustements au 30 juin 2013

<i>en m€</i>	Bas	Haut
Endettement financier net au 30/06/2013 (hors OCEANE)	25,5	25,5
+ Valeur de marché OCEANE	52,9	52,9
+ Valeur des intérêts minoritaires	3,3	3,3
+ Provisions à caractère de dettes	26,2	26,2
+ Autres éléments de passif	4,0	4,0
- Actifs financiers	4,6	4,6
- Créance CIR	11,2	11,2
- Valeur des reports fiscaux déficitaires	19,6	19,7
- Trésorerie issue de la conversion des BSAAR	-	3,3
= Dette nette et autres ajustements	76,4	73,1

Ces ajustements comprennent les éléments suivants.

- Endettement financier net hors OCEANE au 30 juin 2013, calculé sur la base de l'endettement financier net hors OCEANE au 31 décembre 2012 diminué du flux de trésorerie attendu par la Société sur le S1 2013 ;
- Valeur de marché OCEANE. Le montant retenu s'appuie sur le milieu de la fourchette d'estimations obtenue pour la valeur théorique de l'OCEANE (cf. *infra*, section 5.1.2).
- Intérêt minoritaires. Il s'agit de la participation de 27% encore détenue par le fondateur dans *Cognitis*, que nous avons prise en compte sur la base des engagements donnés en termes de prix de rachat et de complément de prix, soit un montant 3,3 m€.
- Provisions pour risques à caractère de dette et non intégrées dans les flux du plan d'affaires. Pour l'essentiel, il s'agit de provisions pour retraites (nettes d'impôts) et de provisions pour litiges.
- Autres éléments de passif. Ces éléments recouvrent le crédit vendeur lié à l'acquisition de Thalès BUS et d'autres dettes d'acquisition d'immobilisation.
- Actifs financiers. Il s'agit essentiellement de prêts, évalués à leur valeur comptable.
- Créance Crédit Impôt Recherche (CIR). La société possède une créance sur l'Etat français au titre du CIR des exercices 2010 à 2012 pour un total de 14 m€ remboursable sur les exercices 2014 à 2016. La valeur retenue de 11,2 m€ correspond à la valeur de ces remboursements actualisés au taux sans risque.
- Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables existant au 31 décembre 2012. En accord avec le management, nous avons exclu les reports déficitaires générés dans les pays étranger et retenu la totalité des reports fiscaux déficitaires en France (activés et non activés), soit une économie d'impôt potentielle de 21 m€. Ces reports fiscaux déficitaires sont supposés consommés sur les quatre prochaines années et les économies fiscales associées ont été actualisées à un taux intermédiaire entre le taux sans risque et le coût du capital (cf. *infra*).
- Trésorerie issue de la conversion des BSAAR. En scénario haut, comme nous le verrons plus loin, la valeur estimée de l'action *Gfi Informatique* est supérieure au prix d'exercice (3,89 €) des 844 992 BSAAR accordés aux managers. Dès lors nous avons considéré que ces bons seraient exercés, donnant lieu à une entrée de trésorerie pour la Société (contrepartie d'une augmentation du nombre d'actions à due concurrence du nombre de bons exercés).

4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour passer de la valeur estimée des capitaux propres à la valeur unitaire des actions est détaillé dans le tableau ci-après.

	Bas	Haut
Nbr. d'actions au 30/06/2013	54 450 342	54 450 342
- Nbr. d'actions autodétenues ⁽¹⁾	756 452	756 452
+ Nbr. d'actions susceptibles d'être attribuées à titre gratuit (plan 2012) ⁽²⁾	716 171	716 171
+ Nbr. d'actions susceptibles d'être attribuées à titre gratuit (plan 2013) ⁽³⁾	874 350	874 350
+ Nbr. d'actions susceptibles d'être émises liées à l'OCEANE ⁽⁴⁾	-	-
+ Nbr. d'actions susceptibles d'être émises liées aux BSAAR ⁽⁵⁾	-	849 992
= Nombre d'actions dilué au 30/06/2013	55 284 411	56 213 472

(1) Après attribution de 282 368 actions gratuites (plan 2011) en juin 2013 (sur la base de 959 751 actions autodétenues au 31/12/2012)

(2) Nombre d'actions gratuites attribuées existantes au 31/12/2012 de 753 864 après application d'un taux d'annulation de 5% pour tenir compte de départs de salariés avant le 14 mars 2014

(3) Condition de performance (marge opérationnelle de 6,6% en 2013) remplie selon le budget 2013. Nombre d'actions gratuites attribuées existantes au 1er mars 2013 de 971 500 après application d'un taux d'annulation de 10% pour tenir compte de départs de salariés avant le 1 mars 2015

(4) Prix d'exercice de 4,96 €

(5) Prix d'exercice de 3,84 €

La base du calcul est constitué par le nombre d'actions émises au 30 juin 2013 (soit 54 450 342) diminué des actions auto-détenues (soit 756 452 intégrant l'impact des 282 368 actions attribuées en juin 2013 au titre du plan d'actions gratuites 2011).

Par ailleurs, deux plans d'actions gratuites ont été accordés à certains salariés en mars 2012 et mars 2013 sous condition de présence (2 ans après l'attribution) et de performance opérationnelle. L'impact dilutif de ces plans a été estimé en vérifiant que les conditions de performance opérationnelle étaient atteintes et en intégrant une certaine attrition (5% pour le plan 2012 et 10% pour le plan 2013) pour tenir compte des départs de salariés (avant mars 2014 pour le plan 2012 et mars 2015 pour le plan 2015).

Enfin, l'impact dilutif des BSAAR n'a été pris en compte que dans le scénario haut qui est le seul à extérioriser une valeur de l'action supérieure au prix d'exercice des BSAAR de 3,84 €. De ce fait, le nombre d'actions totalement dilué au 30 juin 2013 ressort à 55 363 480 dans le scénario bas et à 56 213 472 dans le scénario haut.

4.3. Méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Budget et le Plan d'Affaires (2013-2014)

La Société nous a communiqué un plan d'affaires sur la période 2013-2014 (ci-après le Plan d'affaires). Il s'agit du plan élaboré mi 2012 à destination du *pool* de banque dans le cadre du refinancement des emprunts bancaires intervenu en septembre 2012. Cependant, les données de ce plan ont été ajustées en concertation avec le management afin d'intégrer la dernière version du budget 2013 et l'impact positif du CICE (dispositif inconnu à la date d'élaboration du plan)⁷.

Période d'extrapolation 2016-2019

Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement des activités de la Société au-delà de l'horizon du Plan d'affaires (et notamment les différentiels de croissance des différents pays où la Société est présente), nous avons considéré une période d'extrapolation de cinq ans.

⁷ Le CICE a vocation à réduire le coût du travail en France. Cette réduction de coûts, qui prend la forme d'un crédit d'impôts, se monte en 2013 à 4,0% de la masse salariale générée en France par les employés payés jusqu'à 2,5x le SMIC, taux qui passera à 6,0% à partir de 2014.

Au cours de cette période, les *free cash-flows* de chacune des activités de la Société ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes.

- Croissance du chiffre d'affaires.
 - o France : diminution linéaire à partir du niveau attendu en 2014 (dernière année du Plan d'Affaires) pour atteindre le taux uniforme de 1,5% retenu ci-après pour la détermination de la valeur terminale.
 - o International : 2,0% de croissance pour chacun des pays (hormis le Maroc qui ne sera pas encore parvenu à maturité à l'horizon du Plan d'affaires). Ce taux est légèrement supérieur au taux de croissance perpétuelle retenu pour la détermination de la valeur terminale afin de refléter de légers gains de part de marché. S'agissant du Maroc, en raison du potentiel de croissance du marché, nous avons retenu une diminution linéaire de la croissance à partir du niveau attendu en 2014 pour atteindre le taux de 1,5%.
- Marge opérationnelle : niveau constant sur la période, égal au niveau normatif par pays retenu ci-après pour le calcul de la valeur terminale.
- CICE : considérant qu'une partie de la réduction de coûts serait reversé aux clients (sous forme de baisse de prix) ou aux salariés (sous forme de hausse de salaires), nous avons retenu à compter de 2015 une économie de coût en pourcentage du chiffre d'affaires égale à la moitié du niveau estimé pour 2014.
- Besoin en fonds de roulement (BFR) : convergence linéaire du ratio en jours de chiffre d'affaires vers celui retenu ci-après pour le calcul de la valeur terminale.

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur de la Société au terme de l'horizon de prévision explicite (soit fin 2019) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant selon la démarche suivante.

En raison du caractère cyclique de l'activité, les déterminants clés de la valeur terminale ont été déterminées sur la base des données observées sur un cycle entier, la durée d'un cycle étant fixée à 7 ans sur la base du dernier cycle observable (2003-2009). Afin de prendre en compte les évolutions observées sur le passé récent ou anticipé à court terme par le management, nous avons considéré la période de 7 ans couvrant les cinq dernières années et les deux années du Plan d'affaires (soit la période 2008-2014).

- Marge d'EBITA hors coûts de restructuration.
 - o France : niveau de référence égal au niveau moyen de la marge d'EBITA ajustée observée sur la période 2008-2014 diminué de l'impact positif du CIR (estimé à 0,5 points). En effet, nous avons considéré par prudence que ce schéma incitatif ne perdurerait pas à l'infini pour les SSII. Deux scénarios ont dès lors été considérés : (i) en scénario haut, le positionnement concurrentiel de la Société permet de conserver à l'infini le niveau de référence défini ci-dessus, (ii) en scénario bas, la pression concurrentielle entraîne une baisse de marge supplémentaire de 0,5 point.
 - o International : niveau de référence égal au niveau moyen de la marge d'EBITA ajustée sur la période 2008-2014 pour tous les pays, à l'exception de la Suisse, actuellement en situation de retournement. Pour ce dernier pays, le niveau de référence retenu est le niveau atteint à l'horizon du Plan d'affaires. Deux scénarios ont été considérés qui prennent en compte le positionnement concurrentiel supposé plus faible de la Société à l'international : (i) en scénario haut, la pression concurrentielle se traduit à terme par une baisse de 0,5 point par rapport au niveau de référence retenu pour chacun des pays, (ii) en scénario bas, la pression concurrentielle conduit à une baisse additionnelle de la marge de 0,5 point.
- Coûts de restructuration (en pourcentage du chiffre d'affaires) : (i) en scénario haut, niveau égal à celui anticipé par le management à l'horizon du Plan d'affaires, (ii) en scénario bas, niveau égal au niveau moyen observé sur la période 2008-2014.

- Impact du CICE : considérant que l'économie de coût résultant du CICE perdurerait (sous sa forme actuelle ou sous une autre), nous avons conservé le niveau réduit pris en compte sur la période d'extrapolation.
- Investissement (en pourcentage du chiffre d'affaires) : niveau moyen observé sur la période 2008-2014, le montant des amortissements étant fixé de manière à ce que l'actif immobilisé augmente au même rythme que le chiffre d'affaires.
- BFR (en pourcentage du chiffre d'affaires) : niveau moyen observé sur la période 2008-2014.
- Taux de croissance perpétuelle : 1,5%, soit un taux voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme.

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

Dans le cadre de l'approche méthodologique décrite plus haut, un taux d'actualisation spécifique a été déterminé pour chacune des trois branches d'activité du Groupe. Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise et désormais plafonnées) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- Taux sans risque. Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.
- Coefficient bêta désendetté. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique à partir de coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêtas ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente. Celui-ci a été estimé à 1,2.

Dans le cas d'espèce, nous avons considéré l'échantillon large des huit SSII qui compose l'indice utilisé pour l'analyse boursière de la Société (cf. *supra* section 2.1). Nous avons exclu *Atos* et *Capgemini* en raison de leur taille (chiffre d'affaires 10 à 15 fois supérieur à celui de la Société), *Neurones* dont le coefficient bêta n'est pas significatif (R^2 inférieur à 15%) et réintégré *Osiatis* (l'effet de l'OPA récente sur la société n'ayant que peu d'impact sur les coefficients bêta calculés sur longue période). Sur les six sociétés ainsi retenues, trois ont des coefficients bêta de 1,2 (*Groupe Open*, *Steria* et *Osiatis*), deux affichent des coefficients bêtas inférieurs à 1,0 (*Aubay* à 0,9 et *Sopra* à 0,8) et une présente un coefficient bêta nettement supérieur (*Devoteam* à 1,6). Une telle dispersion des coefficients bêta nous paraît assez élevée au regard de l'analyse qualitative de l'activité évaluée que nous conduisons systématiquement dans le but d'affiner les résultats issus de l'analyse quantitative. Rappelons à cet égard que les deux déterminants clés du coefficient bêta d'une activité sont les suivants : (i) sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture, (ii) degré de levier opérationnel (poids relatif des charges de structure dans la structure de coût). Or, il n'existe pas à notre connaissance de différences majeures entre les sociétés de l'échantillon (en termes de sensibilité à la conjoncture ou de levier opérationnel) susceptibles de justifier de tels écarts. Nous avons donc choisi d'exclure les trois points extrêmes de l'analyse et de retenir ainsi le coefficient bêta de 1,2 observé sur les sociétés *Groupe Open*, *Steria* et *Osiatis*.

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions. Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,9%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,5\% + [1,2 \times 4,5\%] = 8,9\%$$

4.3.4. Résultats de la méthode

Les résultats de la méthode DCF sont présentés dans le tableau ci-après. Selon cette méthode et sur la base des hypothèses détaillées plus haut, la valeur de l'action Gfi Informatique ressort ainsi dans une fourchette d'estimations comprises entre 3,23 € et 4,20 €.

Gfi Informatique - Evaluation DCF		
en m€	Bas	Haut
Valeur actuelle des flux de trésorerie	110	125
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	145	183
= Valeur d'entreprise au 30/06/2013	255	309
<i>EV/EBITA ajusté hors CVAE 2013 ⁽¹⁾</i>	<i>5,9x</i>	<i>7,1x</i>
<i>EV/EBITA ajusté hors CVAE 2014 ⁽¹⁾</i>	<i>4,6x</i>	<i>5,6x</i>
- Dette nette et autres ajustements	76,4	73,1
= Valeur des capitaux propres	178,5	235,6
/ Nombre d'actions diluées	55 284 411	56 134 403
= Valeur par action (€)	3,23	4,20

(1) les EBITA excluent la CVAE afin que les multiples induits soient dans la mesure du possible comparables avec les multiples issus des prévisions du consensus des analystes financiers

4.4. Méthode des comparaisons boursières

4.4.1. Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) pour les raisons indiquées plus haut (cf. *supra*, section 4.2.1). Nous avons également rejeté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre la société évaluée et les sociétés comparables. Enfin, sauf rupture importante dans le rythme des investissements, nous privilégions les multiples d'EBITA aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique. Nous préférons les multiples d'EBITA (qui excluent l'amortissement des actifs incorporels identifiés lors d'acquisitions) aux multiples d'EBIT, car les premiers ne sont pas biaisés par les différences éventuelles dans les modalités de la croissance (externe ou interne).

Dans le cas particulier des SSII, la question de la CVAE et du choix d'un agrégat incluant ou non les coûts de restructuration doit être posée.

- S'agissant de la CVAE, les analystes s'alignent sur la communication financière des sociétés comparables, si bien que leurs prévisions excluent la CVAE. Nous avons donc considéré des multiples d'EBITA hors CVAE.
- S'agissant des coûts de restructurations, il conviendrait en théorie de retenir un agrégat intégrant ces coûts dans la mesure où ils font partie du modèle économique des SSII. Dans la pratique, la plupart des analystes choisissent d'exclure les coûts de restructuration de leurs prévisions d'EBITA. Dès lors, nous n'avons pas d'autre choix que de raisonner sur des multiples d'EBITA ajustés (*i.e.* hors coûts de restructuration), ce qui limite *a priori* la pertinence de la méthode dans la mesure où le poids relatif des coûts restructurations diffère d'une SSII à l'autre.

De plus, lorsque l'on examine en détail le consensus fourni par *Bloomberg*, force est de constater que, pour certaines sociétés, le consensus inclut des prévisions d'analystes ayant choisi de réintégrer tout ou partie des coûts de restructuration. Dès lors, on ne peut connaître précisément le montant des coûts de restructuration implicitement inclus dans le consensus. Une telle incertitude peut engendrer des différences d'estimations pouvant aller jusqu'à 20% de la valeur d'entreprise et 25% de la valeur des capitaux propres, selon que les multiples d'EBITA extériorisés par les sociétés comparables sont appliqués à l'EBITA ajusté ou l'EBITA non ajustée de la société évaluée.

Au total, la faible cohérence des prévisions du consensus discréditent *a priori* la méthode des comparables boursiers et les résultats qui en seraient issus. Dès lors, nous avons choisi de ne pas afficher les estimations résultant de la mise en œuvre proprement dite de la méthode et de ne présenter, à titre d'information seulement, que la fourchette de multiples extériorisés par les sociétés comparables retenues.

4.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons sommes partis de l'échantillon des huit SSII qui composent l'indice utilisé pour l'analyse boursière de la Société (cf. *supra* section 2.1) et nous avons exclu *Atos* et *Capgemini* en raison du différentiel de taille avec *Gfi Informatique*.

Les principales caractéristiques opérationnelles des six sociétés retenues sont présentées dans le tableau ci-après.

Gfi Informatique - Caractéristiques opérationnelles des comparables

<i>m€</i>	CA 2012	Marge d'EBITA ajusté 2012	Restructuration en % du CA
Aubay	190	8,2 %	0,4 %
Devoteam	515	3,5 %	1,6 %
Groupe Open	245	5,1 %	0,5 %
Groupe Steria	1 827	6,4 %	1,7 %
Neurones	315	8,9 %	-
Sopra	1 217	8,8 %	-
Moyenne		6,8 %	0,7 %

SOURCE : Bloomberg au 7/6/2013

NOTE : Toutes les données sont calendarisées. Les taux de croissance et de marge sont calculés à partir des données financières en devise.

- *Aubay* (France) est une société de conseil en technologie et intégration de systèmes informatiques employant 2700 collaborateurs. En 2012, le chiffre d'affaires de 190,4 m€ provenait de France (61%) et de pays européens limitrophes (Italie pour 21%, Belgique-Luxembourg pour 13% et péninsule ibérique pour 5%).
- *Devoteam* (France) est une société de conseil en infrastructures réseaux et systèmes cotée à la bourse de Paris et comptant 4700 collaborateurs. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 515,1 m€, dont 83% en Technology Consulting et 17% en Business Consulting, avec 47% de ses activités en France.
- *Groupe Steria* (France) est une entreprise de services informatiques employant près de 19 000 collaborateurs et cotée à la bourse de Paris. En 2012, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1827,2 m€, dont 32% provenait d'activités françaises. La ventilation de ce chiffre d'affaires par métier est la suivante : Conseil/Intégration de système (43%), Maintenance applicative (16%), Gestion des Infrastructures Informatiques (30%) et Business Process Outsourcing (11%).
- *Groupe Open* (France) est une entreprise de services du numérique qui emploie près de 3200 employés. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 242,2 m€, dont 91% sur le marché français. La ventilation du chiffre d'affaires par métier est la suivante : Ingénierie Applicative (68%), Services d'infrastructure (29%) et Conseil (3%).
- *Neurones* (France) est une société de service en ingénierie informatique employant 3700 collaborateurs. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 315,4 m€, dont 72% en Services d'infrastructures, 20% en Services applicatifs et 8% en Conseil.
- *Sopra* (France) est une société de conseil, d'intégration de systèmes et solutions, ainsi que d'édition de logiciels, cotée à la bourse de Paris et forte de 14000 collaborateurs. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 1216,7 m€, dont 86% dans les activités d'Intégration et 14% dans l'édition de logiciel (*Sopra Bank*).

Afin de prendre en compte le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), il s'agit maintenant d'analyser les écarts de croissance bénéficiaire éventuels entre les sociétés de l'échantillon et *Gfi Informatique*. Le tableau ci-après présente les multiples d'EBIT 2013, 2014 des six sociétés de l'échantillon.

Gfi Informatique - Multiples d'EBIT des sociétés comparables

<i>m€</i>	Valeur d'entreprise	Marge d'EBITA			Croissance de l'EBITA			VE/EBITA	
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014
Aubay	72	7,9 %	8,0 %	8,2 %	3,0 %	5,6 %	6,2 %	4,5 x	4,2 x
Devoteam	89	3,2 %	4,0 %	4,6 %	(16,5)%	21,5 %	19,3 %	6,0 x	4,9 x
Groupe Open	47	4,9 %	5,0 %	5,0 %	(2,4)%	3,3 %	1,6 %	3,9 x	3,8 x
Groupe Steria	668	6,3 %	7,0 %	7,2 %	(2,3)%	13,2 %	6,3 %	5,8 x	5,1 x
Neurones	135	8,9 %	8,3 %	nd	5,1 %	(1,0)%	nd	4,6 x	4,6 x
Sopra	813	8,6 %	8,9 %	9,5 %	4,6 %	8,6 %	11,9 %	7,2 x	6,7 x
Moyenne		6,2 %	7,2 %	6,9 %	(1,4)%	8,5 %	7,6 %	5,3 x	4,9 x
Ecart type		2,2 %	1,9 %	2,1 %	8,1 %	8,0 %	7,1 %	1,2 x	1,0 x

SOURCE : Bloomberg - Calcul de la capitalisation boursière et de la dette nette au 7/6/2013 - Données provisionnelles issues du consensus au 7/6/2013

NOTE : Toutes les données sont calendarisées. Les taux de croissance et de marge sont calculés à partir des données financières en devise.

Ce tableau appelle les commentaires suivants.

- A l'exception de *Devoteam* qui est actuellement en phase de retournement (EBIT en forte baisse de 2012 à 2013, puis effet de rattrapage en 2014 et 2015), les croissances bénéficiaires (comprises entre 0% et 13% sur 2014-2015) sont relativement homogènes au sein de l'échantillon. Cette fourchette de croissance bénéficiaire est comparable à la croissance bénéficiaire normative de *Gfi Informatique* une fois les marges d'EBITA redressées (i.e. après 2014).
- En dépit du faible écart des croissances bénéficiaires au sein de l'échantillon, la fourchette de multiples observés est cependant très large (multiples compris entre 3,8 x pour *Groupe Open* et 6,7 x pour *Sopra*), si bien que la question de la comparabilité des EBITA d'une société à l'autre peut être posée. S'agissant de *Sopra*, la prime par rapport au reste de l'échantillon s'explique en grande partie par la bonne gestion opérationnelle de la société, qui se traduit par une absence de coûts de restructuration sur la période récente.

4.4.3. Résultats de la méthode

Pour les raisons évoquées plus haut, nous ne présentons pas les estimations issues de la méthode en raison de l'incertitude sur la qualité de la fourchette de multiples obtenue pour 2014 (3,8 x à 6,7 x). Relevons cependant que cette fourchette de multiples englobe la fourchette plus resserrée des multiples d'EBITA ajusté 2014⁸ induits par les estimations issues de la méthode DCF (soit des multiples compris entre 4,6 x et 5,6 x).

4.5. Méthode des transactions comparables

4.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

4.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches sont couramment envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions très récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Dans le cas d'espèce, étant donné l'impact sensible de la crise économique récente sur l'industrie des services en ingénierie informatique et le nombre conséquent de transactions dans le secteur ces dernières années, nous avons opté pour la première méthode. Sur une période de deux ans, nous avons ainsi identifié cinq transactions en cours ou ayant eu lieu en Europe dans le secteur des services en ingénierie informatique.

- En avril 2013, *Econocom SA* a annoncé vouloir acquérir *Osiatis*, société française de conseil en ingénierie informatique cotée à la bourse de Paris. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de

⁸ Les hypothèses implicites faites par le consensus en termes de CICE et de coûts de restructuration sont difficiles à appréhender ; dès lors il est délicat de définir avec certitude l'agrégat comparable de la Société. Afin d'approximer celui-ci au mieux, les multiples induits ont été calculés sur la base de l'EBITA ajusté hors coûts de restructuration et CICE.

309,3 m€, dont 86% en Services aux Infrastructures et 14% en Développement Nouvelles Technologies.

- En avril 2013, *Tata Consultancy Services (TCS)* a annoncé vouloir acquérir *Alti SA*, société française de conseil et d'ingénierie en systèmes d'information. Elle a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 126 m€.
- En février 2013, *Danir AB* qui possédait 28% des titres de *Sigma AB* a annoncé vouloir acquérir les 72% restant. *Sigma AB* est une entreprise de conseil en ingénierie informatique et management suédoise basée à Göteborg et cotée à la bourse de Stockholm. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 159,2 m€ en 2012.
- En novembre 2012, *AF Group* a acquis 100% des titres d'*Epsilon AB*. Cette société suédoise de conseil en technologie et développement de systèmes basée à Malmö a réalisé en 2011 un chiffre d'affaires de 200,5 m€.
- En août 2012, *CGI* a acquis 100% des titres de *Logica*, société britannique de conseil en ingénierie informatique cotée à la bourse de Londres ainsi qu'à celle d'Amsterdam, et basée à Reading, UK. *Logica* a réalisé en 2011 un chiffre d'affaires de 4702,4 m€.
- En juillet 2011, *QSC AG* a acquis 91,9% des titres de *Info AG*, société allemande proposant des offres des solutions et services d'ingénierie informatique basée à Hambourg. En 2010, *Info AG* a réalisé un chiffre d'affaires de 85,3 m€.

Sur les six transactions identifiées, trois concernent des sociétés cotées (*Osiatis*, *Sigma AB* et *Logica*), si bien qu'il est possible, contrairement au cas général, de calculer des multiples de transactions prospectifs fondés sur les prévisions des analystes au moment de l'annonce de ces transactions. Ainsi nous avons écarté de l'analyse détaillée ci-après les transactions où l'information prévisionnelle n'était pas disponible. Il n'en demeure pas moins que les incertitudes évoquées dans le cadre de la méthode des comparables boursiers quant à la qualité des prévisions subsistent.

Pour les transactions sélectionnées, les multiples extériorisés sont présentés dans le tableau ci-après. Dans cette synthèse, l'année « n+1 » correspond à l'exercice qui suit celui où la transaction a été annoncée.

GFI Informatique - Multiples de transactions comparables					
Date	Cible	Acquéreur	Valeur d'entreprise (m€)	Marge d'EBITA n+1	Mutiple d'EBITA n+1
avr.-13	Osiatis	Econocom	175,1	7,4 %	6,5 x
avr.-13	Alti SA	TCS	75,0	n.a.	n.a.
févr.-13	Sigma AB (71.68%)	Danir AB	77,0	6,8 %	7,7 x
oct.-12	Epsilon AB	AF Group	197,6	n.a.	n.a.
mai-12	Logica Plc	CGI	2 556,9	6,0 %	8,8 x
mai-11	Info AG (91.9%)	QSC AG	76,4	n.a.	n.a.
Moyenne				6,7 %	7,7 x
Médiane				6,8 %	7,7 x

Source : Mergermarket, Bloomberg, communiqués de presse

Ces transactions appellent les commentaires suivants.

- Les transactions identifiées concernent essentiellement des sociétés qui, en terme de chiffre d'affaires et d'EBITA, sont de taille très inférieure (*Osiatis*, *Sigma AB*) ou au contraire très supérieure (*Logica*) à celle de *Gfi Informatique* ;
- Le multiple moyen extériorisé par ces transactions ressort à 7,7 x l'EBITA n+1, ce qui induit une prime de 57% par rapport au multiple moyen des sociétés comparables et de 50% par rapport au multiple induit par le milieu de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF. Notons à cet égard que les trois transactions sélectionnées sont initiées par des acteurs du secteur non présents sur le marché de la cible et, comme tels, susceptibles de développer des synergies avec la cible.

4.5.3. Résultats de la méthode

Nous ne présentons pas les estimations issues de la méthode en raison de l'incertitude, évoquée plus haut, sur la qualité des multiples observés. Mais surtout, en raison même des primes payées par les acquéreurs, les multiples extériorisés par les transactions considérées ne sont pas représentatifs de la Valeur Intrinsèque des sociétés cible. La fourchette de multiples obtenue (6,5 x à 8,8 x), qui est logiquement supérieure à la fourchette de multiples induits par les estimations DCF, ne peut être valablement utilisée pour estimer la Valeur Intrinsèque de *Gfi Informatique*.

5. Evaluation des autres titres donnant accès au capital de la Société (OCEANE et BSAAR)

5.1. Evaluation des OCEANE

5.1.1. Références disponibles

Cours de bourse

Comme indiqué plus haut (cf. *supra* 2.2), en raison notamment de la taille réduite du flottant, il y a très peu d'échanges sur les OCEANE. Dès lors nous écartons toute référence au cours de bourse de l'OCEANE pour estimer la Valeur Intrinsèque de ces titres.

Prix de Remboursement Anticipé

Les termes du contrat d'émission prévoient une modalité de remboursement anticipé au gré des porteurs des OCEANE en cas de changement de contrôle de la Société.

Selon les termes du prospectus, le remboursement interviendrait à un prix égal au pair (soit 4,96 €) majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement. En supposant un remboursement anticipé au 15 juillet (dernière date de règlement livraison), les intérêts courus s'élèvent à 0,14 €.

Au total, le prix de remboursement anticipé s'élève à 5,10 €. L'offre résultant elle-même d'un changement de contrôle, le prix de remboursement anticipé constitue une référence incontournable pour les porteurs d'OCEANE.

Prix de Conversion des OCEANE

Le Prix de Conversion de l'OCEANE mesure la contrepartie obtenue par le porteur d'OCEANE dans l'hypothèse où il décide de convertir ses titres en actions de la Société. Ce Prix de Conversion est égal au ratio d'attribution multiplié par le prix de l'action à la date de conversion. Sur la base du dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre (3,04 €), il s'élève à 3,14 € ($1,032 \times 3,04$). En raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis la date d'émission des OCEANE, ce prix de conversion ne constitue pas une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de l'OCEANE.

Par ailleurs, en cas d'offre publique susceptible d'entraîner le changement de contrôle de la Société, le ratio d'attribution fait l'objet d'un ajustement à la hausse. Le coefficient d'ajustement du ratio d'attribution dépend de deux facteurs : la prime d'émission des OCEANE (30%) et le délai restant à courir entre l'ouverture de l'Offre et la maturité des OCEANE. En supposant l'ouverture de l'Offre le 27 juin 2013, il reste 1 284 jours à courir jusqu'à la maturité de l'OCEANE (sur une durée de vie totale des OCEANE de 2 012 jours). Sur cette base, le ratio d'attribution serait porté à 1,23.

Sur la base de ce ratio et du prix offert pour l'action (3,75 €), chaque OCEANE permet donc d'obtenir une contrevaletur en actions de 4,61 €. Ce prix de conversion est certes supérieur à celui qui prévalait avant l'Offre (soit un cours moyen pondéré par les volumes de 3,14 € sur le mois précédent l'Offre), mais en raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis la date d'émission des OCEANE, il reste bien inférieur au Prix de Remboursement Anticipé si bien qu'il ne constitue pas une référence de valeur pertinente dans le contexte de l'Offre.

5.1.2. Estimation de la valeur théorique des OCEANE

La valeur théorique d'une OCEANE rejoint la notion de Valeur Intrinsèque de l'action, et à ce titre, nous considérons qu'elle constitue la valeur de référence à pertinente à prendre en compte dans le cadre de l'Offre, dès lors que les dispositions contractuelles figurant dans le contrat d'émission des OCEANE donnent des références moins favorables.

Cette valeur théorique comprend deux composantes :

- la valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE), que nous avons estimée sur la base d'une approche actuarielle traditionnelle ;
- la valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), que nous avons estimée à l'aide un modèle d'évaluation binomiale adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE.

L'estimation de la valeur nue des obligations repose entièrement sur deux paramètres.

- Taux sans risque.

Le taux sans risque retenu est fondé sur les taux de rendement offerts par les OAT au 7 juin 2013.

- Coût du risque emprunteur (*spread*) à appliquer à l'OCEANE.

En l'absence d'obligations émises par la Société, nous avons estimé ce *spread* sur la base de l'indice *iTraxx Crossover* qui est composé sur la base du panier des 40 CDS les plus liquides de sociétés « *sub-investment grade* ». Afin de tenir compte du risque additionnel lié à la taille modeste de la Société, nous avons ajouté à ce *spread* (3,13% au 7 juin 2013) un *spread* supplémentaire de 150 bps⁹, soit un *spread* total de 4,63%.

L'estimation de la composante optionnelle de l'OCEANE s'est appuyée sur les paramètres suivants.

- Volatilité anticipée du sous-jacent.

La volatilité attendue à long terme par les investisseurs sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future. Toutefois, deux approches (historique et implicite) sont généralement envisagées pour estimer ce paramètre, sans qu'aucune de ces deux approches ne soit pleinement satisfaisante. Dans le cas présent, il n'est pas possible de mettre en œuvre l'approche implicite en l'absence de produits optionnels cotés ayant pour sous-jacent *Gfi Informatique* (à l'exception de l'OCEANE elle-même). Le niveau de 23% retenu correspond à un niveau moyen entre les niveaux de volatilité à court et long terme observé sur le titre *GFI Informatique*.

- Prix d'exercice de l'option de conversion (au nominal, soit 4,96 €).

- Valeur du sous-jacent (i.e. action *Gfi Informatique*).

Dans le contexte de l'Offre, nous avons considéré deux références pour estimer la valeur de référence de l'action *Gfi Informatique*.

- o La première référence est le cours de l'action avant l'annonce de l'Offre (soit 3,14 €, cours moyen pondéré par les volumes observé sur les 20 derniers cours de bourse précédant l'Offre).
- o La seconde est la valeur intrinsèque estimée du cours de l'action. A cet égard, nous avons retenu le milieu de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF, soit 3,71 € Cette estimation est proche du Prix d'Offre retenu pour l'action (3,75 €).

- Coût du refinancement (*repo rate*).

Le coût de refinancement retenu, soit 2,00%, correspond au haut des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière (entre 0,20% et 2,50%) étant donné la faible liquidité du titre *Gfi Informatique*.

- Maturité.

⁹ Niveau difficile à observer dans la mesure où le marché obligataire est difficile d'accès pour les sociétés de petite taille, mais qui nous paraît raisonnable au vu des différences de taux observée entre les émetteurs de grande taille (généralement mieux notés) et les émetteurs de taille plus modeste

La date de maturité de l'OCEANE est le 1^{er} janvier 2017.

Sur la base des hypothèses précédentes, la valeur théorique des OCEANE ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 5,20 € et 5,33 €.

Le bas de cette fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur de l'action *Gfi Informatique* égale au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre, constitue à l'évidence à un minorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisqu'elle correspond à la valeur théorique de l'OCEANE avant l'Offre.

Le haut de la fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur de l'action conforme à notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action, constitue en revanche un majorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisque cette estimation fait l'hypothèse qu'à la suite de l'Offre et quel que soit le résultat observé, le cours de l'action se stabilisera durablement au niveau de notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action.

Relevons enfin qu'en raison du poids de la composante obligataire (valeur nue) de l'OCEANE, la fourchette d'estimations donnée ci-dessus est peu sensible au niveau de volatilité retenu ; à titre d'illustration, avec une volatilité moindre égale à 20%, la fourchette d'estimations s'établit entre 5,16 € et 5,27 €.

5.1.3. Estimation de la « valeur intrinsèque » des OCEANE

Nous avons enfin considéré une dernière référence de valeur pour l'OCEANE, correspondant à la valeur de nue de l'OCEANE augmentée de la valeur de l'option de conversion privée de la valeur temps (couramment dénommée « valeur intrinsèque » de l'option). Cette référence constitue un plancher pour le Prix d'Offre de l'OCEANE, puisqu'elle néglige la valeur temps de l'option de conversion.

Sur la base d'un Prix d'Offre pour l'action de 3,75 € et d'un prix d'exercice de l'option de 4,96 €, la valeur intrinsèque de l'option de conversion s'avère nulle. Dès lors, la valeur intrinsèque de l'OCEANE est égale à sa valeur nue, soit 5,09 €.

5.1.1. Conclusion

Nous estimons le prix de 5,25 € proposé dans le cadre de l'Offre n'induit pas de rupture dans l'égalité de traitement avec les porteurs d'actions, car ce prix se situe dans la fourchette d'estimations de la valeur théorique de l'OCEANE.

5.2. Evaluation des BSAAR

En l'absence d'autre référence disponible, la valeur intrinsèque des BSAAR a été déterminée sur la base des paramètres suivants.

- Volatilité anticipée du sous-jacent.

L'hypothèse retenue est identique à celle retenue pour la détermination de la valeur théorique des OCEANE, soit 23%.

- Prix d'exercice des BSAAR.

Contractuellement, le prix d'exercice des BSAAR est de 3,84 € et donne droit à l'obtention d'une action *Gfi Informatique*.

- Valeur du sous-jacent (i.e. action *Gfi Informatique*).

Dans le contexte de l'Offre, nous avons considéré les deux mêmes références de valeur de l'action que celles retenues pour estimer la valeur théorique de l'OCEANE.

- Taux sans risque.

Le taux sans risque retenu est fondé sur les taux de rendement offerts par les OAT au 07 juin 2013.

- Coût du refinancement (*repo rate*).

Le coût de refinancement retenu, soit 2,00%, correspond au haut des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière (entre 0,20% et 2,50%) étant donné la faible liquidité du titre *Gfi Informatique*.

- Taux de rendement du dividende (*dividend yield*).

Le *dividend yield* a été estimé sur la base d'un dividende futur d'environ 0,06 € par action, soit 1,6%.

- Maturité.

La date de maturité des BSAAR est le 9 novembre 2016.

Comme pour l'estimation de la valeur théorique des OCEANE, le cours de l'action avant l'annonce de l'Offre et la valeur intrinsèque de l'action permettent de déterminer, respectivement, un minorant et un majorant de la valeur des BSAAR. Sur la base des hypothèses précédentes, la Valeur Intrinsèque des BSAAR ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 0,19 € et 0,39 €.

Cette fourchette d'estimations est très sensible au niveau de volatilité retenu ; à titre d'illustration, avec une volatilité moindre égale à 20%, la fourchette d'estimations s'établit entre 0,14 € et 0,31 €.

Nous estimons le prix de 0,35 € proposé dans le cadre de l'Offre n'induit pas de rupture dans l'égalité de traitement avec les porteurs d'actions, car ce prix se situe dans la fourchette d'estimations de la valeur théorique des BSAAR obtenue ci-dessus.

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre élaborés par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation des Prix d'offre élaborés par la Banque. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

6.1. Evaluation des actions

6.1.1. Méthodologie retenue

La Banque a adopté une approche multicritères et, dans ce cadre, examiné quatre références d'évaluation (à « titre principal » : cours de bourse historiques, cours cibles des analystes financiers et transactions récentes réalisés par l'Initiateur, et à « titre indicatif » l'actif net comptable) et retenu les estimations issues de deux méthodes d'évaluation (méthode DCF et méthode des comparaisons boursières).

S'agissant des références d'évaluation, nous considérons contrairement à la Banque, que la pertinence des cours de bourse de la Société sur la période récente et des prix cible des analystes doit être relativisée dans la perspective de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société (faible liquidité du titre, relative complexité d'analyse du portefeuille d'activités et profondeur limitée des informations historiques et prévisionnelles communiquées au marché). Par ailleurs, nous considérons que les références représentées par les cours des transactions effectuées par *Boussard & Gavaudan* au cours de la période récente n'a pas plus de pertinence (si ce n'est moins) que la référence des cours de bourse (transactions effectuées dans le cadre d'une gestion active de la participation, pour reprendre les termes utilisés dans le projet de note d'offre de l'Initiateur).

S'agissant des méthodes d'évaluation, nous considérons contrairement à la Banque, que la fiabilité de la méthode des comparables boursiers doit être relativisée (en raison notamment de la qualité des prévisions du consensus). En revanche, nous partageons la conclusion de la Banque quant à la non-pertinence de la méthode des transactions comparables dans l'optique de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société.

6.1.2. Méthode DCF

S'agissant des flux pris en compte sur la période du plan d'affaires (2013-2014), la source de la Banque est la même que la nôtre, à savoir le plan d'affaires élaboré par le management de la Société à l'été 2012.

S'agissant de la période d'extrapolation et du flux normatif, les flux de trésorerie utilisés par la Banque sont plus optimistes que les nôtres en raison notamment d'hypothèses différentes en matière de coûts de restructuration, pérennité des différents crédits d'impôts (CIR et CICE).

En ce qui concerne le taux d'actualisation, il apparaît difficile de rationaliser l'écart observé entre le taux retenu par la Banque (soit un WACC de 11,51%) et le taux d'actualisation utilisé dans nos travaux. La raison de cette situation réside principalement dans les choix différenciés effectués de part et d'autre pour déterminer plusieurs composantes de la formule du MEDAF (taux sans risque, coefficient bêta désendetté, prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions ci-après désignée « Prime de marché »), et pour intégrer la fraction du risque spécifique non prise en compte dans les flux du plan d'affaires.

- Taux sans risque : la Banque retient le taux spot au 6 juin 2013 de l'OAT 10 ans (soit 2,06%) alors que, pour les raisons exposées plus haut, nous avons retenu un taux sans risque de 3,5% cohérent avec les perspectives d'inflation à long terme de 1,5% retenues par ailleurs (taux de croissance du flux normatif).
- Coefficient bêta désendetté : la Banque retient un bêta sectoriel de 1,25, calculé sur la base d'un échantillon d'acteurs français cotés du secteur des SSII, en ligne avec notre propre estimation.
- Prime de marché : la Banque retient un niveau de 7,54% en privilégiant une approche prospective, par construction très sensible aux soubresauts du marché boursier, alors que nous retenons un niveau de 4,5% en privilégiant une approche normative destinée à fournir une estimation de long terme de la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs. Combiné avec les coefficients bêta désendettés retenus, ces niveaux de primes de marché débouchent sur une prime de risque systématique de 9,4% ($1,25 \times 7,54\%$) pour la Banque et de 5,4% pour *Accuracy*.

Au total, l'estimation centrale obtenue par la Banque (3,62 €) est un peu inférieure au milieu de notre fourchette d'estimations (3,71 €).

6.1.3. Méthodes des comparaisons boursières

La Banque s'appuie sur le même échantillon de six sociétés comparables que celui que nous avons retenu.

En ce qui concerne les multiples d'évaluation, à l'instar de la Banque, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER).

Les années de référence considérées par la Banque pour le calcul des multiples sont les années 2013 et 2014. Pour notre part, considérant que les résultats opérationnels des exercices en cours peuvent être impactés par des éléments non récurrents et surtout ne permettent pas de capturer les différences de perspectives de croissance bénéficiaire attendues sur les sociétés de l'échantillon, nous n'avons pas considéré les multiples assis sur des agrégats 2013 pour ne retenir que les multiples assis sur les agrégats 2014.

Au total, alors que la Banque présente les estimations issues de la méthode « à titre principal », nous estimons que les conditions ne sont pas réunies pour garantir la pertinence des estimations issues de la méthode de façon.

6.1.4. Méthodes des transactions comparables

Au vu des transactions identifiées, nous arrivons à la même conclusion que la Banque, à savoir que celles-ci ne permettent pas d'estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

6.2. Evaluation des OCEANE et des BSAAR

S'agissant des méthodes mises en œuvre et références examinées, nous sommes en ligne avec les choix effectués par la Banque.

S'agissant des paramètres retenus, la seule différence notable concerne le *spread* emprunteur utilisé pour évaluer la valeur nue de l'OCEANE. La Banque retient le *spread* qui prévaut sur le marché de l'OCEANE, soit un taux qui intègre l'absence de liquidité de ce marché. Nous considérons, à l'instar de la démarche adoptée pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action, que le *spread* à prendre en compte dans le cadre de l'Offre, ne doit pas intégrer les caractéristiques du marché de l'OCEANE.

7. Conclusions sur le caractère équitable de l'Offre

Le 10 juin 2013, les deux principaux actionnaires de *Gfi Informatique*, à savoir *Apax Partners* et *Boussard & Gavaudan* qui détiennent chacun près de 30% du capital de la société, ont annoncé avoir conclu un accord constitutif d'une action de concert. Du fait même de sa formation, ce concert franchit à la hausse les seuils de 30% et de 50% des actions et se trouve ainsi, conformément à la réglementation boursière, dans l'obligation de déposer une offre publique.

Le même jour, *Infocin Participations*, société détenue par *Apax Partners* et financée conjointement par *Apax Partners* et *Boussard & Gavaudan*, a ainsi déposé une offre portant sur tous les titres de *Gfi Informatique* donnant accès au capital et non détenus par les membres du concert, à savoir 21 761 181 actions au prix unitaire de 3,75 €, 190 481 OCEANE au prix unitaire de 5,25 € et 849 992 BSAAR au prix unitaire de 0,35 €.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise répond à deux objectifs.

- A titre principal, il s'agit d'attester le caractère équitable du prix offert pour les actions en montrant que l'existence du conflit d'intérêts potentiel résultant de la position de l'initiateur de l'offre au sein du conseil d'administration de la Société est sans impact sur l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires. En raison des spécificités du contexte de l'Offre (le fait générateur de l'offre ne réside pas dans la réalisation d'une transaction par l'Initiateur), cette attestation consiste à estimer la Valeur Intrinsèque de la Société (telle que définie plus haut) afin de vérifier que le prix offert pour les actions se situe dans la fourchette des estimations obtenues.
- A titre secondaire, il s'agit d'attester de l'absence de rupture dans l'égalité de traitement entre les différents détenteurs des titres visés par l'Offre, en vérifiant que les prix offerts pour les OCEANE et les BSAAR se déduisent logiquement des seules caractéristiques de ces deux catégories de titres et du prix offert pour les actions, sans prise en compte d'un niveau quelconque de prime ou de décote.

Nos conclusions sur ces deux éléments sont les suivantes.

S'agissant de l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires, nous estimons que le prix de 3,75 € offert pour les actions est équitable, car il se situe dans la fourchette d'estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société via la méthode DCF, soit des estimations de la valeur de l'action comprises entre 3,26 € et 4,22 €. A cet égard, nous relevons que les multiples d'EBITA 2014 induits par ces estimations se situent à l'intérieur de la fourchette des multiples moyens affichés par un échantillon large de SSII raisonnablement comparables à *Gfi Informatique*. En outre, nous observons que le prix offert pour les actions extériorise une prime de 19,4% sur le cours de bourse moyen calculé sur le mois précédant l'annonce de l'Offre et de 18,4% sur le prix cible moyen des analystes financiers, tout en soulignant la pertinence limitée de ces deux références pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

S'agissant de l'absence de rupture dans l'égalité de traitement entre les différents détenteurs des titres visés par l'Offre, nous confirmons le caractère équitable du prix de 5,25 € offert pour les OCEANE et du prix de 0,35 € offert pour les BSAAR, car ces deux prix se déduisent logiquement des seules caractéristiques de ces deux catégories de titres et de la valeur de l'action.

Paris, le 17 juin 2013

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GFI

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 17 juin 2013 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires, ses porteurs d'OCEANE, ses porteurs de BSAAR et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés.

La séance était présidée par M. Vincent Rouaix, en sa qualité de Président-Directeur Général.

Le conseil d'administration a rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant:

« *Le Président rappelle préalablement aux membres du Conseil d'administration que :*

- *la société Infofin, une société à responsabilité limitée (S.à.r.l.) de droit luxembourgeois au capital de 12.500 euros, dont le siège social est situé 5, rue Guillaume Kroll, L-1882 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B177667, (l'"Initiateur") a déposé en date du 10 juin 2013 un projet d'offre publique d'achat (l'"Offre") visant les titres de la Société ;*
- *le dépôt de l'Offre est rendu obligatoire par le franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote résultant de la conclusion d'un accord constitutif d'une action de concert entre l'Initiateur, le fonds commun de placement à risques Apax France VII, la société Altamir SCA, Itefin Participations SAS, BG Master Fund plc et Boussard & Gavaudan Holding Limited (les "**Concertistes**") ; et*
- *l'Offre porte sur la totalité des actions ordinaires de la Société (les "**Actions**"), des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les "**OCEANE**") et des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les "**BSAAR**") existants et non détenus par les Concertistes, à l'exception (x) des 438.960 Actions attribuées gratuitement et dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture et de l'Offre et (y) des 734.431 Actions détenues par Equitis Gestion en vertu d'un contrat de fiducie conclu avec Itefin Participations SAS et ayant vocation à être transférées à Itefin Participations SAS à raison de la résiliation dudit contrat de fiducie ;*
- *aux termes de l'Offre, l'Initiateur offrira aux porteurs de titres de la Société d'acquérir leurs titres à un prix payable exclusivement en numéraire de :*
 - *trois euros et soixante-quinze cents (EUR 3,75) par Action (coupon 2012 attaché) ;*

- cinq euros et vingt cinq cents (EUR 5,25) par OCEANE ; A cet égard, le Président indique aux administrateurs que l'Initiateur lui a fait part de sa décision de relever le prix de EUR 5,10 à EUR 5,25 afin de tenir compte des conclusions du rapport de l'expert indépendant ; et
- trente-cinq cents (EUR 0,35) par BSAAR.

Le Président rappelle que le conseil d'administration, réuni le 7 juin 2013, a confirmé, à l'unanimité, la désignation du cabinet Accuracy, représenté par M. Bruno Husson, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, compte tenu notamment du fait que la Société est déjà contrôlée par les entités Apax, membres de l'action de concert, lesquelles ont un rôle important au sein du conseil d'administration de la Société depuis quelques années. A ce titre, il a établi un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre.

Le Président mentionne ensuite, que l'Initiateur a déclaré, le 14 juin 2013, avoir acquis 2.130.182 actions de la Société depuis le dépôt du projet d'Offre, à un prix de 3,75 euros par action. Il fait également observer que les achats par des tiers au dessus du prix d'Offre ont été très limités.

Le Président invite ensuite les administrateurs à examiner les documents suivants, qui ont été mis à leur disposition :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur présentant les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre et contenant, notamment, les motifs de l'Offre et les intentions de l'Initiateur s'agissant de la stratégie et de la politique industrielle de la Société, ses intentions en matière d'emploi ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre réalisés par Natixis ;
- le projet de note en réponse de la Société, prévu par l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF") qui sera déposé à l'AMF dans le cadre de l'Offre ;
- le rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Accuracy, en sa qualité d'expert indépendant désigné en date du 21 mai 2013 par la Société, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre sous la forme d'une attestation d'équité, qui conclut au caractère équitable des prix proposés dans le cadre de l'Offre ;
- la dernière déclaration déposée auprès de l'AMF par l'initiateur conformément à l'article 231-46 du règlement général de l'AMF et concernant les achats effectués pendant une offre publique.

Le Président rappelle au Conseil d'administration qu'il lui appartient, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et que les membres du Conseil d'administration ont été réunis dans ce cadre à l'effet de délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- Rapport de l'expert indépendant et avis du Conseil d'administration sur le projet d'offre publique
- Questions diverses.

Les membres du Conseil d'administration procèdent alors à un échange de vues sur l'ensemble des éléments qui leur a été présenté.

Dans ce cadre, les membres du Conseil d'administration ont, notamment, relevé que :

- l'initiateur indique dans le projet de note d'information déposé à l'AMF que l'objectif commun des Concertistes est de stabiliser le capital de GFI et de continuer la création de valeur de GFI dans l'optique de la recherche d'une liquidité de leur investissement dans le délai le plus approprié compte tenu des circonstances ;
- l'Initiateur n'envisage pas de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les Actions ;
- l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la radiation des Actions du marché NYSE Euronext Paris ;
- les porteurs de titres de la Société ont ainsi une faculté d'apporter leurs titres à l'Offre, sans pouvoir y être contraints ;
- le prix de 3,75 euros par Action, proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, fait apparaître des primes comprises entre +14,9% et +24,6% par rapport aux moyennes de cours sur différents horizons au cours des 12 derniers mois ;
- le prix de 3,75 euros par Action, proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Natixis et reproduite à la section 3 du projet de note d'information de l'Initiateur ; plus précisément, il apparaît dans le projet de note d'information que le prix de l'Offre extériorise : (i) une prime allant de 27,6% à 47,1% par rapport aux transactions de référence sur le capital de GFI ; (ii) une prime de 4,4% par rapport à l'objectif de cours moyen et de 11,9% par rapport à l'objectif de cours médian de l'ensemble des bureaux d'analyse suivant la valeur GFI ; (iii) une prime allant de 8,9% à 28,4% sur les multiples boursiers de sociétés comparables à GFI. Enfin, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur par action comprise entre 3,30 euros et 3,95 euros. Le prix par Action offert dans l'Offre représente, ainsi selon cette méthode, une prime de 3,5 % sur la valeur centrale de 3,62 euros ;
- le prix de 5,25 euros par OCEANE et celui de 0,35 euro par BSAAR se comparent favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Natixis et reproduite à la section 3 du projet de note d'information de l'Initiateur ;
- l'expert indépendant a conclu au caractère équitable du prix de l'Offre et à l'égalité de traitement des différents porteurs de titres visés par l'Offre dans son rapport en date du 17 juin 2013 ;
- l'expert indépendant n'a pas présenté les estimations issues de la méthode dite des transactions comparables en raison de l'incertitude sur la qualité des multiples observés et surtout en raison du fait que les multiples extériorisés par les transactions considérées ne sont pas représentatifs de la Valeur Intrinsèque des sociétés cibles ;
- l'Initiateur a déclaré, le 14 juin 2013 avoir acquis 2.130.182 actions de la Société depuis le dépôt du projet d'Offre, à un prix de 3,75 euros par action et que les achats par des tiers au dessus du prix d'Offre ont été très limités.

Les membres du Conseil d'administration ont examiné les intentions de l'Initiateur et des Concertistes tels qu'ils apparaissent dans le projet de note d'information et relevé à ce titre que :

- l'Initiateur et les Concertistes déclarent avoir l'intention de poursuivre l'activité de la Société et que l'Offre n'aura aucune incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité de la Société et n'aura pas d'impact sur la politique sociale de la Société, les salariés continuant à bénéficier du même statut individuel et collectif ;*
- *l'Initiateur a l'intention de promouvoir une politique de distribution de dividendes, conforme à la capacité de distribution de la Société et à ses besoins de financement et envisage de proposer dans cette perspective la distribution d'un dividende annuel égal à dix cents (EUR 0,10) par Action ; et*
- *l'Offre présente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des porteurs de titres de la Société.*

Au vu des éléments qui précèdent, le Conseil a considéré à l'unanimité que cette Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, du groupe contrôlé par la Société, de ses salariés en ce qu'elle ne remet pas en cause la stratégie de la Société et des actionnaires en ce qu'elle constitue une opportunité de liquidité immédiate pour les porteurs de titres de la Société, lesquels n'ont pas l'obligation d'apporter leurs titres à l'offre.

Les membres indépendants du Conseil d'administration ont relevé que le rapport de l'expert indépendant indique que la valeur intrinsèque exclut notamment la prime de contrôle qui pourraient être payée par un acteur du secteur à la suite d'un transfert du contrôle en fonction de l'importance des synergies susceptibles d'être générées par l'opération. Ils ont également relevé que la méthode centrale de valorisation retenue par l'expert est celle des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash Flows) fondée sur le plan d'affaires élaboré mi-2012 à destination du pool de banque de GFI ajusté en concertation avec le management afin d'intégrer la dernière version du budget 2013 et l'impact positif du CICE (dispositif inconnu à la date d'élaboration du plan).

Les membres indépendants du Conseil d'administration ont également relevé que les Concertistes ont un profil financier et que le concert a pour objet un désinvestissement de leur participation dans la Société. Les membres indépendants ont toutefois relevé qu'aucune certitude, ni sur l'éventualité, ni sur l'horizon, ni sur les conditions (notamment de prix) d'un tel désinvestissement n'existe à ce jour.

Les membres indépendants du Conseil d'administration attirent l'attention des porteurs de titres sur le fait qu'ils disposent d'un choix entre :

- *apporter leurs titres à l'Offre et bénéficier d'une liquidité immédiate à des conditions jugées équitables par l'expert indépendant, ou*
- *conserver leurs titres afin de bénéficier, le cas échéant, du prix dont bénéficieraient les Concertistes à l'occasion d'une cession de contrôle, étant précisé qu'il n'existe aucune garantie sur le fait qu'une telle cession de contrôle intervienne ni sur l'échéance à laquelle elle serait réalisée ou sur les conditions (notamment de prix) d'une telle cession de contrôle.*

A titre individuel, les membres du Conseil d'administration ont déclaré leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Enfin, le conseil d'administration décide, à l'unanimité, de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, lesquelles sont affectées à d'autres objectifs.

Le Conseil d'administration autorise à l'unanimité, le Président-Directeur Général à finaliser et à signer le projet de note d'information en réponse à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment, le cas échéant, une mise à jour des éléments significatifs de l'information périodique et permanente publiée au cours de l'exercice concernant la Société et plus généralement faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure,

au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires ou relatifs à la réalisation de l'Offre. »

6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de GFI requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.gfi.fr), et pourront être obtenues sans frais auprès du siège de GFI (145 boulevard Victor Hugo, 93400 Saint-Ouen).

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A notre 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. »

GFI Informatique
Représentée par M. Vincent Rouaix
Président-Directeur Général