

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION ET/OU D'ACQUISITION D'ACTIONS NOUVELLES ET/OU EXISTANTES DE LA SOCIETE AEDIAN

INITIEE PAR



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») en date du 11 juillet 2013. Il a été établi conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

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

Avis important

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, le rapport de la société Horwath Audit France, représentée par Monsieur Olivier Grivillers agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'AEDIAN (www.aedian.com), et mis gratuitement à la disposition du public au siège d'AEDIAN (2-4, rue Hélène, 75017 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'AEDIAN 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 CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
	2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'actions AEDIAN	4
	2.2. Déclarations de franchissement de seuils	5
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
	3.1 Composition du Conseil	6
	3.2 Décision du Conseil	7
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AEDIAN	10
5.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	11
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	11
	6.1 Engagement d'apport d'actions à l'Offre	11
	6.2 Engagement d'apport et/ou d'exercice des BSAANE et d'apport des actions issues des BSAANE à l'Offre	12
	6.3 Engagement d'exercice des options de souscription d'actions et d'apport des actions issues de l'exercice des options à l'Offre	13
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	13
	7.1. Structure et répartition du capital de la Société	13
	7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont AEDIAN a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	15
	7.3. 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	16
	7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	16
	7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	16
	7.6. 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	16
	7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	16
	7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	16
	7.9. 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	18
	7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	18

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	67
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	67

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, AUBAY, société anonyme à conseil d'administration au capital de 6.592.303 euros dont le siège social est situé au 13, rue Louis Pasteur, 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 391 504 693 ("**AUBAY**" ou "**Initiateur**"), propose de manière irrévocable aux actionnaires d'AEDIAN, société anonyme à conseil d'administration au capital de 1.226.054 euros dont le siège social est situé au 2-4, rue Hélène, 75017 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 330 013 301 ("**AEDIAN**" ou la "**Société**"), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**") :

- la totalité de leurs actions AEDIAN émises ou à émettre à raison de (i) l'exercice des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles ou existantes et (ii) des options de souscriptions ou d'achat au prix unitaire de 6,80 euros ;
- la totalité de leurs bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles ou existantes ("**BSAANE**" ou "**Bons**") au prix unitaire de 1,64 euro.

Ainsi, l'Offre ne porte pas sur les actions acquises gratuitement et dont la période d'indisponibilité n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre, pour lesquelles les titulaires se verront offrir un engagement de liquidité par l'Initiateur à conclure avant la fin de la période d'Offre.

Les actions AEDIAN sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000063737.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 20 juin 2013 d'un bloc de 631.982 actions AEDIAN représentant 34,36% du capital et 29,75% des droits de vote de la Société, et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur (i) la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, soit 1.207.100 actions AEDIAN, (ii) le cas échéant, la totalité des actions issues des options de souscription, soit 12.351 actions, (iii) le cas échéant, la totalité des actions issues des BSAANES, soit 120.000 actions et (iv) la totalité des BSAANES, soit 120.000 BSAANES, à la date de dépôt du présent projet de note d'information.

L'Offre est réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Elle est présentée par Portzamparc Société de Bourse qui, conformément aux dispositions de l'article 231-13-I du règlement général de l'AMF, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'actions AEDIAN

Par un communiqué en date du 19 juin 2013, AUBAY, ARCOLE et AEDIAN ont informé le marché de la signature d'un protocole d'accord entre AUBAY et Monsieur Jean-François Gautier, agissant directement et au nom de sa société Arcole, aux termes duquel AUBAY s'est engagée à acquérir, et Monsieur Jean-François Gautier et la société Arcole se sont engagés à céder 631.982 actions¹ représentant 34,36% du capital de la Société, pour un prix de 6,80 € par action.

¹ Dont 625 974 actions AEDIAN préalablement détenues par Arcole et 6 008 actions AEDIAN préalablement détenues par M. Jean-François Gautier.

Le projet d'acquisition a fait l'objet d'un avis positif des instances représentatives du personnel d'AUBAY le 14 juin 2013 et d'AEDIAN le 19 juin 2013.

L'acquisition des actions a été réalisée le 20 juin 2013 par voie de transaction hors marché.

Le prix d'acquisition a été financé par AUBAY par recours à ses fonds propres et à un tirage à hauteur de 2 millions d'euros d'une ligne de financement dédiée aux acquisitions.

2.2. Déclarations de franchissement de seuils

- Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce, la société anonyme AUBAY a déclaré avoir franchi hausse, le 20 juin 2013, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20% et 25% du capital et des droits de vote et 30% et 1/3 du capital de la société AEDIAN et détenir 631 982 actions AEDIAN représentant autant de droits de vote, soit 34,36% du capital et 29,75% des droits de vote de cette société (Avis AMF n°213C0756).

Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions AEDIAN hors marché.

La société AUBAY a déclaré ses intentions de la façon suivantes :

- l'acquisition a été effectuée par recours à ses fonds propres et tirage à hauteur de 2M€ d'une ligne de financement dédiée aux acquisitions ;
- elle agissait seule ;
- elle envisage d'intervenir à l'achat sur le marché des titres AEDIAN dans le cadre de la réglementation boursière applicable ;
- elle envisage de prendre le contrôle d'AEDIAN. À ce titre, AUBAY envisage de déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers, en application de la réglementation boursière, un projet d'offre publique d'achat portant sur la totalité des actions AEDIAN qu'elle ne détient pas à ce jour au prix de 6,80 € par action ;
- elle envisage d'intégrer AEDIAN au groupe AUBAY tout en poursuivant, en collaboration avec le management d'AEDIAN, les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la société afin de maintenir son activité, le développement de ses services et sa présence sur ses différents marchés ;
- dans le cas où elle viendrait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote et procéderait alors au retrait obligatoire, elle envisage la fusion d'AEDIAN, laquelle pourrait donner lieu à des modifications statutaires. AUBAY n'envisage cependant pas de changement en terme d'activité ;
- il n'est pas prévu d'émission de titres financiers d'AEDIAN ;
- elle ne détient pas d'instrument ou d'accord visés au 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce ;
- elle ne dispose pas d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote d'AEDIAN ;
- elle envisage de demander la nomination d'une ou plusieurs personnes en tant qu'administrateur. »

- Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce le concert composé de M. Jean-François Gautier et la société par actions simplifiée Arcole (5 L'Erable, 28250 Digny) qu'il contrôle, Mmes Béatrice Gautier, Jeanne Gautier et Isabelle Muller et MM. Stéphane Morvillez, Patrick Vayn, la famille Gardie, Didier Vergnières, Pierre Vial, Jean-Luc Carpentier, Philippe Madar, Lionel Madier, Patrice Ferrari, Laurent Gautier et Jerry Perront, a déclaré avoir franchi en baisse, le 20 juin 2013, les seuils de 50% des droits de vote, 1/3, 30% et 25% du capital et des droits de vote, 20% et 15% du capital de la société AEDIAN et détenir, 254 900 actions AEDIAN représentant 458 614 droits de vote, soit 13,86% du capital et 21,59% des droits de vote de cette société répartis comme suit :

	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote théorique
Arcole	279	0,02	279	0,01
Jean-François Gautier	-	-	-	-
Total Jean-François Gautier	279	0,02	279	0,01
Stéphane Morvillez	62 015	3,37	112 371	5,29
Autres membres du concert	192 606	10,47	345 964	16,28
Total concert	254 900	13,86	458 614	21,59

A cette occasion (i) M. Jean-François Gautier a franchi en baisse, directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société Arcole qu'il contrôle, les seuils de 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la société AEDIAN et la société Arcole a franchi individuellement en baisse les mêmes seuils (Avis AMF n°213C0757).

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1 Composition du Conseil

Le conseil d'administration d'AEDIAN est, à la date du présent projet de note en réponse, composé de 7 administrateurs :

- Monsieur Jean-François Gautier, Président du conseil
- Monsieur Stéphane Morvillez, administrateur et directeur général
- Monsieur Frédéric Bourdon, administrateur et directeur général délégué
- Monsieur Emmanuel Hau, administrateur indépendant
- Monsieur Patrice Ferrari, administrateur
- La société Arcole, administrateur, représentée par Monsieur Hubert de Lambilly
- Madame Karina Sebti, administrateur indépendant

3.2 Décision du Conseil

Le Conseil d'administration de la société AEDIAN s'est réuni le 11 juillet 2013 pour examiner le projet d'offre publique d'achat initiée par AUBAY visant les actions et les BSAANes de la Société et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du Règlement Général de l'AMF.

L'ensemble des administrateurs était présent à cette réunion, à l'exception de Monsieur Hubert de Lambilly représentant permanent de la société Arcole et de Monsieur Patrice Ferrari, qui avaient donné pouvoir à Monsieur Jean-François Gautier de les représenter à la séance du conseil.

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

« Constatation

Après avoir examiné les différents documents relatifs à l'Offre et, en particulier, le projet de note d'information d'AUBAY incluant l'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, Portzamparc, et le rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration constate notamment :

- (i) qu'AUBAY a précisé, dans son projet de note d'information, se réserver la possibilité d'acquérir pendant la période d'Offre des actions AEDIAN sur le marché étant précisé qu'à compter de son avis de dépôt et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, ces acquisitions se feront conformément et dans les limites de l'article 231-38 III du règlement général de l'AMF,
- (ii) qu'AUBAY a également indiqué :
 - avoir l'intention d'envisager l'intégration d'AEDIAN au groupe AUBAY tout en poursuivant, en collaboration avec le management d'AEDIAN, les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de maintenir son activité, le développement de ses services et sa présence sur ses différents marchés. Dans le cadre de cette intégration, AUBAY envisage qu'AEDIAN intervienne à terme sous la marque unique "AUBAY",
 - que le projet d'acquisition du contrôle d'AEDIAN s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi. Il n'est pas envisagé, du fait du rapprochement, une modification des statuts individuels et collectifs,
 - avoir l'intention d'envisager, à la suite de l'acquisition du bloc décrit ci-dessus, la nomination sans délai d'une personne en qualité d'administrateur, à raison de sa participation financière importante dans le capital d'AEDIAN et réorganiser ensuite le conseil d'administration d'AEDIAN afin d'en conférer le contrôle à AUBAY au terme de l'Offre,
 - qu'elle poursuivra sa stratégie depuis sa création : une qualité de service auprès des clients, la recherche permanente de la meilleure efficacité commerciale et une forte culture de rentabilité de l'entreprise,
 - envisager à terme de procéder à une fusion par voie d'absorption d'AEDIAN,
 - que la politique de distribution de dividende d'AEDIAN sera déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales.

- (iii) Qu'il ressort de l'appréciation du prix d'Offre établi par Portzamparc, que « le prix offert par AUBAY de 6,80 euros se compare comme suit aux différents critères de

valorisation retenus. Il fait ressortir une prime moyenne de 102% et médiane de 95% :

	Prix par action	Prime induite en % par le prix d'offre à 6,8€
Transactions récentes sur le capital		-
Transaction du 19 juin	6,80 €	0%
Appréciation par les cours de Bourse		
Séance 18 juin 2013	ns	ns
1 mois	3,54 €	92%
3 mois	3,05 €	123%
6 mois	3,30 €	106%
1 an	3,43 €	98%
Méthode des comparables boursiers		
VE/EBITDA	2,10 €	224%
VE/EBIT	1,81 €	275%
Actualisation des flux de trésorerie		
Valeur min	4,57 €	49%
Valeur centrale	5,08 €	34%
Valeur max	5,75 €	18%

Par souci d'équité entre les porteurs de BSAANes et d'actions et, considérant que la présente offre confère une opportunité de sortie sur une période de temps réduite et à un cours extériorisant une prime médiane de 95% par rapport à nos différentes méthodes d'évaluation dans le cadre de l'offre publique, nous avons privilégié une valorisation des BSAANes à leur valeur intrinsèque.

Le prix proposé de 1,64€ correspond ainsi très exactement à la valeur intrinsèque des BSAANes, soit la différence entre le prix offert pour chaque action par l'initiateur (6,80€) et le prix de souscription ou d'achat des actions par les porteurs de BSAANes (5,16€), et intègre la prime de contrôle offerte par AUBAY ».

(iv) Que l'expert indépendant a établi un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie, si les conditions sont réunies, d'un retrait obligatoire, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé et a abouti aux conclusions suivantes :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 6,80€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthode du cours de bourse					
Cours de clôture (le 18/06/2013)		3,41 €		3,41 €	99,4%
CMPV* 1 mois		3,54 €		3,54 €	92,0%
CMPV* 3 mois		3,05 €		3,05 €	123,2%
CMPV* 6 mois		3,30 €		3,30 €	106,3%
CMPV* 1 an		3,43 €		3,43 €	98,4%
Méthode des comparables boursiers	1,72 €	1,86 €	2,01 €	3,73 €	82,3%
Méthode des transactions comparables		na		4,71 €	44,4%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	4,46 €	4,97 €	5,65 €	5,94 €	14,5%
Méthode des transactions de référence		6,80 €		6,80 €	0,0%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

nc : non communiqué

Il est rappelé qu'Arcole et Jean-François Gautier qui détenaient respectivement 625.974 et 6.008 actions, soit 34,04% et 0,33% du capital d'Aedian, ont conclu un protocole d'accord aux termes duquel ils se sont engagés de manière irrévocable à céder, au profit d'Aubay les 631.982 actions d'Aedian qu'ils détiennent.

Le prix offert offre les mêmes conditions que celles obtenues par ces actionnaires dans le cadre de leur accord.

La présente Offre est volontaire et permet aux actionnaires d'Aedian qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, compte tenu de l'opération envisagée, Aubay pourra et envisage, de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre, et/ou à une offre publique de retrait. Par ailleurs, il est précisé qu'Aubay envisage de réaliser une fusion avec Aedian.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 3,05€ (cours moyen 3 mois) à 3,54€ (cours moyen 1 mois) pour la méthode des cours de bourse ;
- 3,73€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 4,71€ pour la méthode des transactions comparables ;
- 5,94€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 6,80€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital d'Aedian.

Le prix offert de 6,80€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 92,0% (cours moyen 1 mois) et 123,2% (cours moyen 3 mois) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 82,3% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 44,4% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- présente une prime de 14,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;

- ne présente ni prime ni décote sur la méthode des transactions de référence intervenues sur le capital d'Aedian.

Le prix de 6,80€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 20 juin 2013 portant sur un bloc d'actions représentant 34,36% du capital.

Le prix de 6,80€ par action Aedian proposé pour la présente Offre Publique d'Achat, offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Aedian.

Par ailleurs, le prix proposé aux porteurs des BSAANE de 1,64€ dans le cadre de l'Offre ne remet pas en cause l'égalité de traitement entre les différents détenteurs de titres visés par l'Offre et n'extériorise ni prime ni décote sur la valeur intrinsèque du BSAANE. ».

Avis du Conseil

Le Conseil d'Administration de la société, après avoir effectué toutes ces constatations, estime à l'unanimité des membres présents que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société.

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité des membres présents, émet un avis favorable sur le projet d'Offre suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, initié par AUBAY au prix de 6,80 euros par action et de 1,64 euro par bon de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles ou existantes, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts d'AEDIAN, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'Administration recommande, à l'unanimité de ses membres présents, aux actionnaires d'AEDIAN d'apporter leurs actions et leurs BSAANE à l'Offre Publique. »

Lors de la même séance, le Conseil d'Administration a décidé de ne pas apporter les 108 207 actions autodétenues par la Société à l'Offre.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AEDIAN

Monsieur Jean-François Gautier, partie au contrat d'acquisition, qui détient 12.351 options de souscription d'actions et 24.000 BSAANes, s'est engagé à exercer ses 12.351 options de souscription d'actions et à apporter à l'Offre les 12.351 actions AEDIAN issues de l'exercice de ses options, ainsi que les 24.000 BSAANes qu'il détient.

Monsieur Stéphane Morvillez, non partie au contrat d'acquisition et qui détient 62.015 actions AEDIAN et 36.000 BSAANes de la Société, a indiqué son intention d'apporter à l'Offre 56 456² actions et ses 36.000 BSAANes (ou d'exercer et d'apporter à l'Offre les actions issues de l'exercice des BSAANes).

Monsieur Frédéric Bourdon, non partie au contrat d'acquisition et qui détient 10.724 actions AEDIAN et 24.000 BSAANes de la Société, a indiqué son intention d'apporter à l'Offre 6.805 actions³ et 24.000 BSAANes (ou d'exercer et d'apporter à l'Offre les actions issues de l'exercice des BSAANes).

Monsieur Patrice Ferrari, non partie au contrat d'acquisition et qui détient 1.459 actions AEDIAN a indiqué son intention d'apporter lesdites actions à l'Offre.

La société Arcole, partie au contrat d'acquisition et qui détient 279 actions AEDIAN, a indiqué son intention d'apporter à l'offre l'ensemble des titres qu'elle détient.

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse et à la connaissance de la Société Madame Karina Sebt et Monsieur Emmanuel Hau ne détiennent pas d'action de la Société.

5. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE

Néant

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

6.1 Engagement d'apport d'actions à l'Offre

Des engagements d'apport à l'Offre ont été conclus entre certains actionnaires et Aubay, dont les principaux termes sont décrits ci-dessous :

- Les engagements d'apport constituent des engagements fermes et irrévocables d'apporter à l'Offre l'ensemble des actions Aedian que les signataires détiennent et ces actions sont détenues en pleine propriété et sont librement transmissibles,
- Les apports doivent être réalisés dans les meilleurs délais à partir du jour de l'ouverture de l'Offre par l'AMF,
- Les engagements d'apport sont valables jusqu'à la clôture de l'Offre par l'AMF et, en cas de réouverture de l'Offre, jusqu'à la clôture de la seconde période d'Offre,
- Les engagements d'apport seront caducs en cas d'offre publique concurrente déclarée conforme par l'AMF, sauf surenchère par Aubay déclarée conforme par l'AMF.

² Les 5.559 actions restantes correspondent à des actions gratuites en période de conservation.

³ Les 3.919 actions restantes correspondent à des actions gratuites en période de conservation.

Le tableau ci-dessous récapitule les actions faisant l'objet de ces engagements d'apport :

	Nombre d'actions au nominatif	Nombre d'actions au porteur	Nombre total d'actions faisant l'objet d'un engagement d'apport	Date de signature de l'engagement d'apport
Jerry Perront	5	700	705	26/06/2013
Laurent Gautier	0	10 465	10 465	25/06/2013
Pierre Vial	1 000	0	1 000	25/06/2013
Isabelle Müller	22 058	0	22 058	25/06/2013
Philippe Madar	16 405	3 125	19 530	25/06/2013
Partrick Vayn	21 758	3 200	24 958	25/06/2013
Famille Gardie	52 822	5 905	58 727	25/06/2013
Arcole (Jean-François Gautier)	0	279	279	01/07/2013
Jean Luc Carpentier	29	0	29	27/06/2013
Jeanne Gautier	4 524	0	4 524	29/06/2013
Lionel Madier	4 778	1 116	5 894	01/07/2013
Stéphane Morvillez	56 456		56 456	05/07/2013
Frédéric Bourdon	6 805		6 805	05/07/2013
Didier Vergnieres	37 499	700	38 199	05/07/2013
Patrice Ferrari	778	681	1 459	05/07/2013
<i>Jean-François Gautier (actions issues de l'exercice d'options de souscription)</i>			12 351	08/07/2013
TOTAL	224 917	26 171	263 439	

A l'issue de ces opérations d'apport, Aubay détiendrait 895.421 actions, soit 48,36% du capital social d'Aedian, et 895.421 droits de vote, soit environ 41,90% des droits de vote.

6.2 Engagement d'apport et/ou d'exercice des BSAANE et d'apport des actions issues des BSAANE à l'Offre

Au jour du présent projet de note en réponse, il existe 120 000 BSAANE donnant droit à 120 000 actions Aedian, exerçables du 6 janvier 2013 au 6 janvier 2015 au prix de 5,16 €.

Les porteurs de BSAANES se sont engagés à exercer leurs BSAANES et à apporter leurs titres à l'Offre, ou d'apporter leurs BSAANES à l'Offre :

	Nombre de BSAANE	Date de signature de l'engagement d'apport
Stéphane Morvillez	36 000	05/07/2013
Jean-François Gautier	24 000	08/07/2013
Frédéric Bourdon	24 000	05/07/2013
Lionel Madier	12 000	08/07/2013
Didier Vergnieres	12 000	05/07/2013
Jean-Pascal Trigano	12 000	05/07/2013
TOTAL	120 000	

6.3 Engagement d'exercice des options de souscription d'actions et d'apport des actions issues de l'exercice des options à l'Offre

Au jour du présent projet de note en réponse, il existe 12 351 options de souscription d'actions dont le bénéficiaire est Monsieur Jean-François Gautier, exerçables du 1^{er} juillet 2013 au 30 juin 2014 au prix de 3,16 €.

Monsieur Jean-François Gautier a pris l'engagement d'exercer les 12 351 options de souscription d'actions qu'il détient et d'apporter les 12 351 actions issues de cet exercice à l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social d'AEDIAN est fixé à 1.226.054 euros. Il est divisé en 1.839.082 actions ordinaires, entièrement libérées.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

A la date du présent projet de note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote d'AEDIAN est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théorique	% des droits de vote	Nombre de droits de vote réels	% des droits de vote réels
AUBAY	631.982	34,36%	631.982	29,75%	631.982	31,34%
Arcole	279	0,02%	279	0,01%	279	0,01%
Stéphane Morvillez	62.015	3,37%	112.371	5,29%	112.371	5,57%
Autres membres du concert ⁴	192.606	10,47%	345.964	16,28%	345.964	17,16%
Total concert	254.900	13,86%	458.614	21,59%	458.614	22,74%
FCPE AEDIAN (actionnariat salarié)	90.064	4,90%	90.064	4,24%	90.064	4,47
AEDIAN (actions autodétenues)	108.207	5,88%	108.207	5,09%	-	-
Public	753.929	41%	835.695	39,33%	835.695	41,45%
Total	1.839.082	100%	2.124.562	100%	2.016.355	100%

A la date du présent projet de note en réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre actionnaire détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital de la Société ou des droits de vote.

BSAANES

A la date du présent projet de note en réponse, il existe 120.000 BSAANES dont les modalités sont rappelées ci-après :

Historique des attributions des BSAANE	
Date d'Assemblée	26/11/10
Date du conseil d'administration	20/12/10
Nombre total d'actions pouvant être souscrites ou achetées	120 000
Dont par les mandataires sociaux, à savoir :	
M. Stéphane Morvillez	36 000
M. Jean-François Gautier	24 000
M. Frédéric Bourdon	24 000
Dont par les 10 premiers salariés non mandataires sociaux attributaires	36 000
Point de départ d'exercice des BSAANE	06/01/13
Date d'expiration	06/01/15
Prix de souscription des BSAANE	0,41 €
Prix de souscription ou d'achat des actions	5,16 €
Nombre d'actions souscrites ou achetées au 30/06/12	0
Nombre cumulé de BSAANE annulées ou caduques	0
BSAANE ⁵ restantes en fin d'exercice	120 000

⁴ Le concert est composé de M. Jean-François Gautier et la société par actions simplifiée Arcole qu'il contrôle, Mmes Béatrice Gautier, Jeanne Gautier et Isabelle Muller et MM. Stéphane Morvillez, Patrick Vayn, famille Gardie, Didier Vergnières, Pierre Vial, Jean-Luc Carpentier, Philippe Madar, Lionel Madier, Patrice Ferrari, Laurent Gautier et Jerry Perront.

Tous les bénéficiaires de BSAANE ont pris des engagements d'apport et/ou d'exercice de leurs BSAANE et d'apport des actions issues de cet exercice. Ces engagements sont décrits au 6.2.

Options de souscription d'actions

Au jour du présent projet de note en réponse, il existe 12 351 options de souscription d'actions dont le bénéficiaire est Monsieur Jean-François Gautier, exerçables du 1^{er} juillet 2013 au 30 juin 2014 au prix de 3,16 €.

Monsieur Jean-François Gautier a pris l'engagement d'exercer ces options et d'apporter les actions issues de cet exercice à l'Offre. Cet engagement est décrit au 6.3.

Actions gratuites

Au jour du présent projet de note en réponse, il existe 19 499 actions gratuites en période de conservation pour leurs bénéficiaires jusqu'au 28 juin 2014.

L'Initiateur a indiqué qu'il proposerait, avant la fin de période d'Offre, aux titulaires d'actions gratuites (les "Actions Gratuites") ne pouvant apporter leurs Actions Gratuites à l'Offre, dans la mesure où leur période d'indisponibilité n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, un engagement de liquidité.

L'engagement de liquidité comportera une promesse synallagmatique de vente et d'achat portant sur les Actions Gratuites, indisponibles et incessibles pendant la durée de l'Offre, ou le cas échéant pendant la durée de réouverture de l'Offre, aux termes de laquelle les titulaires d'Actions Gratuites s'engagent à vendre les Actions Gratuites et l'Initiateur s'engage à les acheter à la date à laquelle la période de conservation desdites Actions Gratuites aura expiré.

Le prix d'achat des Actions Gratuites sera égal au prix par action proposé aux actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre, réduit, le cas échéant, d'une somme égale au montant net du dividende par action (net de prélèvement à la source) versé antérieurement à la réalisation de l'achat ou dû au titulaire.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont AEDIAN a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

A la connaissance d'AEDIAN, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote, en dehors du concert décrit ci-dessus.

⁵ BSAANE donnant le droit à une action AEDIAN

7.3. 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 projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 6.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 12 des statuts de la Société aux termes duquel, notamment, un droit de vote double de celui attribué aux autres actions est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

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

Les droits de vote attachés aux actions AEDIAN détenues par le personnel au travers du FCPE sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance du FCPE à l'effet de le représenter à l'assemblée générale.

7.6. 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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote, en dehors du concert décrit ci-dessus.

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts (articles 13 et 14). La modification des statuts de notre société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 13 et 14 des statuts. Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la société dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément au conseil d'administration et aux assemblées d'actionnaires. Le conseil d'administration exerce le contrôle permanent de la gestion de la société.

Le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations de compétence suivantes, consenties par les assemblées générales des actionnaires des 25 novembre 2011 et 23 novembre 2012 :

- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes d'émission, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite du montant nominal de 1.200.000 euros et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec maintien du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 1.200.000 euros (pour les actions susceptibles d'être émises) et de 12.000.000 euros (pour les titres de créance sur la société susceptibles d'être émis) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 1.200.000 euros (pour les actions susceptibles d'être émises) et de 12.000.000 euros (pour les titres de créance sur la société susceptibles d'être émis) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 490.000 euros et dans la limite de 20% du capital par an (pour les actions susceptibles d'être émises) et de 4.900.000 euros (pour les titres de créance sur la société susceptibles d'être émis) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;
- Autorisation de déroger, dans la limite de 10% du capital social par an, aux conditions de fixation du prix de souscription prévues par les résolutions avec suppression du droit préférentiel de souscription susvisées ;
- Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires portant sur les délégations d'augmentation du capital avec maintien et/ou suppression de droit préférentiel de souscription exposées ci-dessus ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital dans la limite de 10% en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, étant rappelé que cette délégation a été donnée pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'émettre des bons de souscription d'actions nouvelles (BSA), des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles et/ou existantes (BSAANE) et/ou des bons de souscription d'actions remboursables (BSAAR) réservés à une catégorie de personnes (dirigeants mandataires ou non et cadres salariés de la société ou des sociétés liées), étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite du montant nominal global de 90.000 euros (des actions auxquels donnent droit les bons) et pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 22 mai 2014 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital par émission d'actions réservées aux salariés adhérents d'un Plan d'Epargne d'Entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription, en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code de commerce, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite de 10% du montant du capital atteint lors de la décision du conseil de réalisation de cette augmentation et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 22 janvier 2015 ;
- Autorisation d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux), étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du capital social existant au jour de la première attribution et pour une durée de trente-huit mois qui expirera le 24 janvier 2015 ;

- Autorisation d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux), étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du capital social existant à la date de la décision de leur attribution et pour une durée de trente-huit mois qui expirera le 24 janvier 2015.

Aucune de ces délégations n'a été utilisée au jour du présent projet de note en réponse.

En matière de programme de rachat d'actions, le conseil d'administration dispose d'une autorisation à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 23 novembre 2012, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital et pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 22 janvier 2014. A ce jour, la société détient 108 207 actions autodétenues.

Le conseil d'administration dispose également d'une autorisation de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du capital social existant à la date de l'opération et pour une durée de vingt-quatre mois qui expirera le 24 novembre 2013. Cette autorisation n'a pas été utilisée au jour du présent projet de note en réponse.

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

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par AEDIAN ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

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

La Société n'a conclu aucun 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 sous réserve des indemnités susceptibles d'être dues aux dirigeants mandataires sociaux à raison de la cessation ou du changement de fonctions.

Messieurs Stéphane Morvillez, Directeur Général, et Frédéric Bourdon, Directeur Général Délégué, ayant, à l'occasion de leur nomination, renoncé à leur contrat de travail par démission, le conseil d'administration du 21 septembre 2009 leur a octroyé une indemnité de départ de 24 mois de rémunération fixe et variable soumise à condition de performance.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, la Société a procédé le 19 juin 2013 à la désignation de la société Horwath Audit France, représentée par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire qui suivrait.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, la société Horwath Audit France a rendu le rapport ci-après reproduit :

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS
ET LES BONS DE SOUSCRIPTION ET/OU D'ACQUISITION D'ACTIONS
NOUVELLES OU EXISTANTES DE LA SOCIETE AEDIAN INITIEE PAR LA
SOCIETE AUBAY**

« Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (ci-après « l'Offre »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions et BSAANE⁶ de la société Aedian (ci-après « Aedian »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I, 2° du règlement général de l'AMF en raison d'accords conclus par certains dirigeants et membres du Conseil d'administration avec l'initiateur de l'Offre, Aubay et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Aedian dans le cadre de l'Offre s'établit à 6,80€ par action. Le prix proposé aux porteurs des BSAANE de la société Aedian dans le cadre de l'Offre est de 1,64€ par BSAANE.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Aedian et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

- 1. Présentation de l'opération*
- 2. Présentation de l'expert indépendant*
- 3. Eléments d'appréciation des prix proposés*
- 4. Analyse des éléments d'appréciation des prix d'Offre de l'établissement présentateur*
- 5. Conclusion sur le caractère équitable des prix offerts*

⁶ Bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles et/ou existantes

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société Aubay est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 6.592.303 euros dont le siège social se situe 13 rue Louis Pasteur, 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 391.504.693, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000063737.

Aubay est une société française spécialisée dans le conseil en technologies et intégration de systèmes d'information, systèmes industriels, réseaux et télécoms. Aubay opère principalement en France (61%) et pour des clients dans le secteur de la banque et l'assurance ; ces marchés contribuant au chiffre d'affaires en 2012 respectivement pour 46% et 15%.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Aedian est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 1.226.054 euros dont le siège social est situé 2-4 rue Hélène, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 330.013.301, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004005924.

1.1.2.1 Historique du groupe Aedian

Fondée en 1984 par Jean-François Gautier sous le nom de Sys-Com, la société lance en 1988 la première tierce maintenance applicative (TMA) en France consistant à externaliser la maintenance des applications.

Très tôt, la société développe une relation privilégiée avec les banques, les compagnies d'assurances, les mutuelles et autres institutions financières qui constituent la clientèle principale de la société.

Après une dizaine d'années, la société créée en 1999 la tierce recette applicative (TRA) correspondant à la mise en place d'une méthode de tests aux différentes étapes d'un projet afin d'en optimiser la recette finale. La même année, la société acquiert le cabinet de conseil Coorg spécialisée dans le conseil aux entreprises bancaires.

En mars 2000, la société est introduite en Bourse sur Euronext Paris. Il s'en suit de 2001 à 2005 une série d'acquisitions d'entreprises dans le conseil et les services à valeur ajoutée (3D Harmonie, PiA Consulting, ATD Conseil, Amentys, Methodis).

Le développement de la société la conduira à créer en 2007 une co-filiale du nom d'Aexia en Tunisie et à simplifier l'organisation par le regroupement des activités au sein d'Aedian en 2009.

1.1.2.2 *Activité du groupe Aedian*

Depuis sa création, Aedian s'appuie sur un positionnement de spécialiste. Les banques, les établissements financiers, les compagnies d'assurances, les mutuelles et les institutions de retraite et de prévoyance ont constitué la clientèle principale d'Aedian depuis la création de l'entreprise. La société réalise aujourd'hui 84% de son chiffre d'affaires dans la banque et l'assurance.

Spécialisée dans la conduite de projets, Aedian conseille ses clients et les accompagne lors des différentes phases de leurs projets, du cadrage à la mise en œuvre. Elle propose des services de bout en bout par l'apport d'expertises méthodologiques, métiers ou technologiques.

La société intervient en conseil auprès des directions transverses et des directions métiers. Dans les différents métiers, les projets à engagement de résultat représentent, à l'heure actuelle, 43% du chiffre d'affaires de la société.

Le conseil auprès des directions transverses et des directions métiers (39% du chiffre d'affaires) consiste en l'intervention de consultants sur le pilotage de programme et de projet, l'efficacité opérationnelle, le contrôle de gestion et le risk management, ainsi que sur la performance des métiers et la gouvernance des systèmes d'informations.

Les projets en système d'information (29% du chiffre d'affaires) permettent à Aedian d'apporter ses compétences opérationnelles et fonctionnelles en matière de développement, intégration, refonte, évolution et sécurité des systèmes d'informations.

La qualification logicielle (32% du chiffre d'affaires) propose une offre « de bout en bout » couvrant la mise en place de méthodologies de maîtrise de la qualité, le déploiement de centre de services de recettes et l'industrialisation de tests.

1.1.2.3 *Performance financière historique*

La société clôture ses comptes annuels chaque année au 30 juin. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

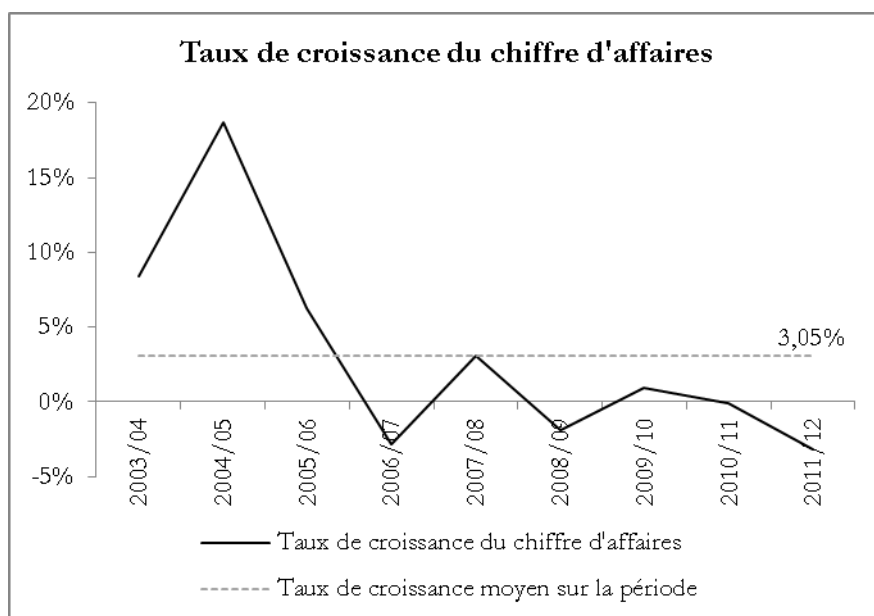
Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En k€	30.06.2010*	30.06.2011	30.06.2012
Chiffres d'affaires	40 415	40 374	39 093
Taux de croissance (en %)	0,9%	-0,1%	-3,2%
Résultat opérationnel courant	1 194	1 635	1 576
en % de CA	3,0%	4,0%	4,0%
Coûts de restructuration	-227	0	-459
en % de CA	-0,6%	0,0%	-1,2%
Résultat opérationnel (EBIT)	967	1 635	1 117
en % de CA	2,4%	4,0%	2,9%

** La CVAE, qui est enregistrée en-dessous de l'EBIT (en impôt), ne représente que 6 mois sur l'exercice clos le 30 juin 2010, celle-ci étant mise en application début 2010. Afin d'améliorer la comparabilité des taux de marges sur les 3 exercices présentés, nous avons annualisé l'impact de la CVAE sur l'exercice clos le 30 juin 2010 en diminuant ainsi les charges opérationnelles du montant de la CVAE théorique du premier semestre de l'exercice.*

Chiffre d'affaires :

Une analyse du chiffre d'affaires historique d'Aedian a été effectuée sur la période 2002 – 2012.



Le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires sur la période 2002/03 à 2011/12 s'élève à 3,05%.

L'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires sur cette période fait apparaître des taux de croissance élevés sur la période 2002/03 à 2005/06 marquée par les différentes opérations de croissance externe qu'Aedian a effectuée après son introduction en bourse (2000). Les principales acquisitions ont été :

- Le rachat de PiA Consulting et d'ATD Conseil en fin d'année 2003.
- Le rachat en 2005 des sociétés Methodis et Amentys.

Sur la période allant de 2006/07 à 2011/12, les taux de croissance du chiffre d'affaires varient entre -3,2% (en 2011/12) et +3,1% (2007/08).

Sur les trois derniers exercices, le chiffre d'affaires est relativement stable sur la période 2009 - 2011. Sur l'exercice 2012, les revenus baissent de 3% subissant l'effet de la conjoncture défavorable du secteur des SSII⁷.

La société a publié son rapport semestriel au 31 décembre 2012, faisant état d'un chiffre d'affaires sur le premier semestre de l'exercice 2012/2013 en baisse de 10% par rapport au premier semestre 2011/2012.

De par la typologie de son activité (le conseil dans la mise en œuvre et le pilotage de projet représente une part importante du chiffre d'affaires) et la composition de son portefeuille client (prédominance des banques et assurances), Aedian a été fortement impactée par la dégradation de la conjoncture économique. En effet, le marché de la banque et de l'assurance s'est significativement contracté sur la période 2011 - 2013.

La croissance moyenne observée sur un historique de 10 ans repose donc en grande partie sur les opérations de croissance externe. Sur les trois dernières années, le chiffre d'affaires reste relativement stable et représente 39,1m€ au 30 juin 2012 contre 40,4m€ au 30 juin 2010.

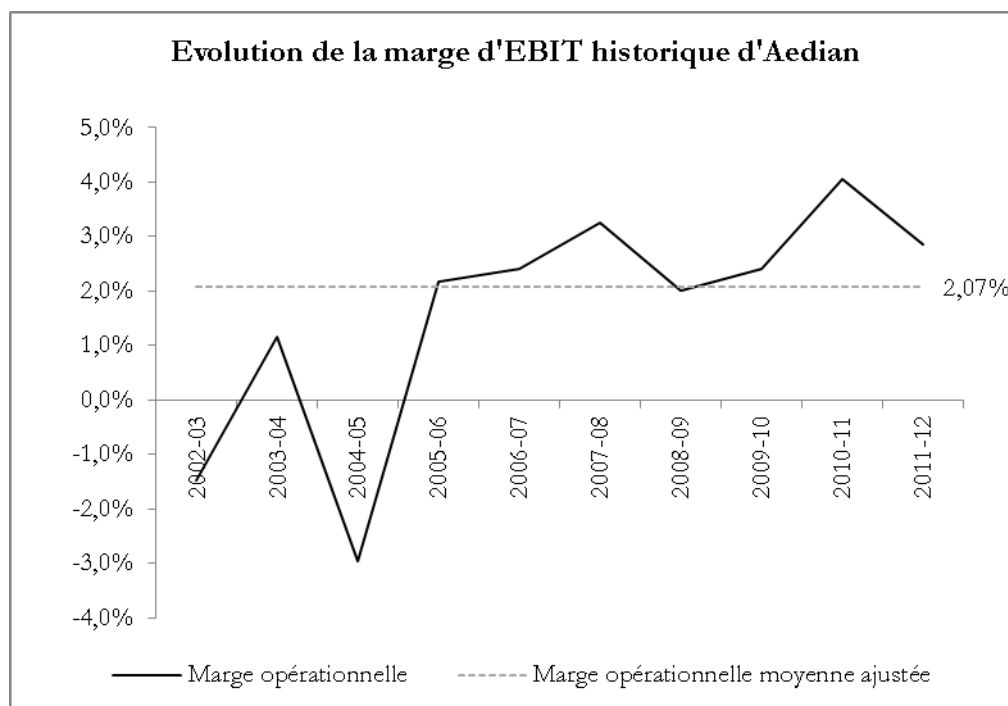
Le résultat opérationnel (ou EBIT⁸)

L'EBIT d'Aedian comprend les charges de personnel, les coûts de sous-traitants externes, les loyers des locaux, les autres charges externes, les impôts et taxes et le crédit d'impôt recherche ainsi que les dotations aux amortissements. Il n'inclut pas la CVAE.

L'évolution de la marge d'EBIT historique d'Aedian sur la période 2002 – 2012 se présente comme suit :

⁷ Société de Services en Ingénierie Informatique

⁸ EBIT : Earnings before interests and taxes, correspond au résultat opérationnel.



Le taux de marge d'EBIT moyen historique d'Aedian observé sur la période 2002/03 à 2011/12 s'élève à 2,07%. Il s'améliore sur la période et résulte des mesures prises par Aedian pour améliorer l'efficacité opérationnelle et commerciale.

Le résultat opérationnel s'élève à 0,97m€ en 2009/10, 1,6m€ en 2010/11 et 1,1m€ en 2011/12. Il inclut les coûts liés à des litiges pour 227k€ en 2009/10 et pour 459k€ en 2011/12, ces coûts étant inexistantes en 2010/11.

Dans une activité comme celle d'Aedian, le résultat opérationnel courant résulte essentiellement de l'évolution du chiffre d'affaires, des charges de personnel et de la sous-traitance.

La marge opérationnelle courante est ainsi fonction notamment :

- *du taux d'effectif productif, ratio de l'effectif productif (ingénieurs et consultants) sur l'effectif total,*
- *de la part de la sous-traitance dans l'effectif productif,*
- *du taux d'inter-contrat, part du temps de l'effectif productif non facturé.*
- *du nombre de sous-traitants dont la hausse a un impact défavorable sur la marge étant donné les marges très faibles réalisées sur le chiffre d'affaires sous-traité.*

L'évolution de la marge opérationnelle courante sur les trois derniers exercices est expliquée par le plan d'action CAP 2014 mené par Aedian afin d'améliorer l'efficacité opérationnelle et commerciale.

La marge opérationnelle est par ailleurs impactée positivement par la baisse des loyers suite au déménagement de la société en 2010 ainsi que par la hausse du montant des crédits d'impôt recherche obtenu sur l'exercice 2011/12 (0,8m€).

Le résultat opérationnel courant représente ainsi 3% du chiffre d'affaires en 2009/10 et 4% sur les années 2010/11 et 2011/12.

Le taux de marge d'EBIT⁹, qui inclut les coûts de restructuration, s'élève à 2,9% en 2011/12 contre 2,4% en 2009/10.

1.1.2.4 Analyse du bilan économique

En k€	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
Immobilisations incorporelles	18	11	84
Immobilisations corporelles	115	719	669
Ecart d'acquisition	9 223	9 223	8 834
Actif immobilisé (hors immo fin.)	9 356	9 953	9 587
Besoin en fonds de roulement	-3 103	-2 608	-3 842
Actif d'exploitation	6 253	7 345	5 745
Immobilisations financières	1 206	1 155	1 205
Autres actifs (CIR)	677	660	1 394
Actif économique	8 135	9 161	8 344
Capitaux propres	10 666	11 384	11 522
Provision pour risques décaissables	27	53	173
Dette nette (+) Trésorerie nette (-)	-2 558	-2 276	-3 351
Capitaux investis	8 135	9 161	8 344

Source: Documents de référence - Aedian

L'actif immobilisé est essentiellement composé de goodwill qui représente 8,8m€ au 30 juin 2012. Ce goodwill provient des différentes acquisitions qui ont été réalisées au cours des années 2000. La baisse de ce goodwill au 30 juin 2012 résulte d'un jugement lié à la révision d'un complément de prix de 0,38m€.

La hausse des immobilisations corporelles en 2010/11 est due principalement à l'emménagement de la société dans de nouveaux locaux induisant de nouveaux investissements en termes d'aménagements et installations techniques.

Les créances de crédit d'impôt recherche (CIR) sont en hausse au 30 juin 2012 et s'élèvent à 1,39m€. La hausse résulte de la fin de la possibilité de remboursement

⁹ Le résultat opérationnel s'apparente à l'EBIT

anticipé du crédit d'impôt recherche instauré par l'Etat exceptionnellement pour les années 2008 et 2009.

Les immobilisations financières, dont le niveau reste stable au cours de la période, sont essentiellement composées de prêts « effort de construction » ne portant pas intérêts et de dépôts et cautionnement. Ces éléments s'élèvent respectivement à 0,80m€ et 0,24m€ au 30 juin 2012. Les immobilisations financières comprennent aussi une participation dans la société Aexia (société du groupe en Tunisie) pour 79k€, société mise en équivalence dans les comptes consolidés.

Aedian dispose d'une trésorerie nette de 3,4m€ au 30 juin 2012. Les résultats de l'exercice 2011/12 ainsi que la baisse du besoin en fonds de roulement expliquent notamment la hausse de la trésorerie au 30 juin 2012.

Le besoin en fonds de roulement est analysé ci-après.

La structure financière de la société est en conclusion très solide.

Besoin en fonds de roulement	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
Actifs circulants			
Clients et comptes rattachés	11 060	11 334	9 082
<i>En jours de CA</i>	<i>100 jours</i>	<i>102 jours</i>	<i>85 jours</i>
Autres débiteurs et actifs courants	1 445	1 497	1 409
<i>En jours de CA</i>	<i>13 jours</i>	<i>14 jours</i>	<i>13 jours</i>
Total besoins	12 505	12 831	10 491
Passifs circulants			
Autres provisions	-567	-340	-101
<i>En jours de CA</i>	<i>-5 jours</i>	<i>-3 jours</i>	<i>-1 jours</i>
Fournisseurs et autres créditeurs	-3 579	-4 195	-3 525
<i>En jours de CA</i>	<i>-32 jours</i>	<i>-38 jours</i>	<i>-33 jours</i>
Impôts différés	-22	-71	-17
Autres passifs courants	-11 440	-10 833	-10 690
<i>En jours de CA</i>	<i>-103 jours</i>	<i>-98 jours</i>	<i>-100 jours</i>
BFR	-3 103	-2 608	-3 842
Chiffre d'affaires HT*	40 415	40 374	39 093
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires HT</i>	<i>-28 jours</i>	<i>-24 jours</i>	<i>-36 jours</i>
BFR en % du chiffre d'affaires HT	-7,7%	-6,5%	-9,8%

La société dégage structurellement un excédent en fonds de roulement (besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») négatif) sur la période observée. Le BFR représente entre -24 jours de chiffre d'affaires (niveau observé en 2011) et -36 jours de chiffre d'affaires (niveau observé en 2012).

La baisse du BFR entre le 30 juin 2011 et le 30 juin 2012 s'explique principalement par un raccourcissement du taux de recouvrement des créances plus important que le raccourcissement du taux de paiement des dettes fournisseurs, les autres éléments du BFR constitués essentiellement d'autres passifs courants (dettes fiscales et sociales) restant relativement stables.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Jean-François Gautier et Arcole ont informé le marché, à travers un communiqué en date du 19 juin 2013, qu'un protocole d'accord avait été conclu le même jour, aux termes duquel les différentes parties du protocole d'accord ont pris les engagements suivants :

- Aubay s'est engagé à acquérir à une valeur de 6,80€ par action un total de 631.982 actions représentant 34,36% du capital de la société Aedian auprès de Jean-François Gautier et Arcole ;*
- Jean-François Gautier et Arcole se sont engagés de manière irrévocable à céder, au profit d'Aubay, un total de 631.982 actions.*

La cession des actions a eu lieu le 20 juin 2013 hors marché.

L'Offre, qui fait suite à cette transaction, est déposée en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, Aubay venant à détenir plus de 30% des titres de capital d'Aedian.

Conformément aux dispositions des articles 237-2 du règlement général de l'AMF, en cas de détention par Aubay, de plus de 95% du capital et droits de vote d'Aedian à la suite de la présente Offre, Aubay a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire et de procéder à la fusion d'Aedian.

L'Offre est présentée à titre amical. Aubay et Aedian ont notamment fait le constat de la complémentarité de leurs clients et cette opération à caractère amical devrait permettre la constitution d'un groupe de taille plus importante en France auprès des grands comptes du secteur tertiaire, couvrant l'ensemble de la gamme des prestations intellectuelles : conseil transverse et métier, projet, qualification, maintenance, infogérance d'exploitation et d'infrastructures.

A travers cette opération et la prise de contrôle d'Aedian, Aubay entend consolider le positionnement d'Aedian dans les secteurs de l'assurance, des mutuelles et caisses de retraites ainsi que dans le secteur bancaire et certains grands comptes du secteur public.

L'initiateur envisage d'intégrer Aedian au groupe Aubay tout en poursuivant, en collaboration avec le management d'Aedian, les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la société afin de maintenir son activité, le développement de ses services et sa présence sur ses différents marchés. Pour autant, Aubay envisage qu'Aedian intervienne à terme sous marque unique Aubay et de fusionner les entités si elle détient plus de 95% des actions à l'issue de l'Offre.

A la date de rédaction du présent rapport, Aubay n'est pas en mesure d'évaluer le montant des synergies envisagées suite à l'opération.

1.2.2 Termes de l'Offre

A la date de dépôt du présent rapport, Aubay détient 631.982 actions, représentant 34,36% du capital social et 29,75% des droits de vote de la société sur la base d'un capital d'Aedian composé de 1.839.082 actions représentant, après réalisation de la cession, 2.124.562 droits de vote théoriques.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- la totalité des actions non détenues par Aubay, ce qui représente à la date du présent rapport 1.207.100 actions Aedian,*
- le cas échéant, la totalité des actions issues des options de souscription, soit 12.351 actions,*
- le cas échéant la totalité des actions issues des BSAANE soit 120.000 actions*

moyennant le versement de 6,80 euros par action,

- la totalité des BSAANE, soit 120.000 BSAANE à la date de dépôt du présent rapport moyennant 1,64 euro par BSAANE.*

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation d'Horwath Audit France

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 26 000 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath Partenaires France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 80 associés et plus de 800 collaborateurs, Crowe Horwath Partenaires France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Au sein de Crowe Horwath Partenaires France, Horwath Audit France coordonne les missions à caractère transnational ou international.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Horwath Audit France a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes.

Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluations.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et a dirigé le département « évaluation » de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Horwath Audit France.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publiée chez DALLOZ en 2009 dans l'ouvrage « ingénierie financière, juridique et fiscale »

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'Horwath Audit France, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim, Olivier Salva et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Horwath Audit France.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet Horwath Audit France.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois

Trois missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois.

Le cabinet Horwath Audit France a réalisé :

- *la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange portant sur les actions de Foncière Développement Logements initiée par Foncière Des Régions (Juin 2013) ;*
- *la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Thermocompact initiée par Thermo Technologies (Janvier 2013) ;*
- *la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions Modelabs Group initiée par Bigben Interactive (Juillet 2012).*

2.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France :

- *N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;*
- *N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;*
- *N'ont procédé à aucune évaluation de la société Aedian au cours des dix-huit derniers mois ;*
- *Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;*
- *Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.*

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Horwath Audit France est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Horwath Audit France au titre de la présente mission s'élève à 30.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement juridique ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction générale d'Aedian et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan d'Aedian ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation des prix offerts

Description des méthodes retenues :

Méthode des flux de trésorerie actualisés

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires,
- valorisation de l'action Aedian,
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Aedian,

- analyse des principaux agrégats financiers des comparables,
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse,
- évaluation d'Aedian par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Aedian,
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables,
- valorisation des transactions en termes de multiples sur la base du prix offert,
- évaluation d'Aedian par analogie en fonction des multiples constatés lors de ces transactions.

Méthode du cours de bourse

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre),
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Transactions récentes intervenues sur le capital de la société

- analyse de l'offre ferme d'acquisition portant sur la totalité des titres d'Arcole et de Jean- François Gautier,
- analyse de la lettre d'acceptation d'Arcole et de Jean-François Gautier à l'offre ferme d'acquisition,
- analyse des engagements d'apport d'actions,
- analyse des engagements d'exercice/d'apport de BSAANE,
- analyse de l'engagement de liquidité.

Evaluation des BSAANE

- analyse des caractéristiques des BSAANE,
- analyse du sous-jacent (action Aedian),
- évaluation du BSAANE.

IV Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

V Rédaction du rapport d'évaluation

VI Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VII Revue indépendante

VIII Présentation des conclusions au Conseil d'Administration d'Aedian

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration d'Aedian a désigné Horwath Audit France en qualité d'expert indépendant le 19 juin 2013.

Notre mission s'est déroulée du 19 juin au 11 juillet 2013. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- *du 19 au 22 juin 2013 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société Aedian et ses conseils.*
- *du 23 au 27 juin 2013 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction générale et financière d'Aedian,*
- *du 28 juin au 3 juillet 2013 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de la transaction récente intervenue sur le titre, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation. Réunions avec la direction générale et financière d'Aedian et l'établissement présentateur.*
- *du 4 au 11 juillet 2013 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'administration d'Aedian.*

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Aedian (Société cible)

- *M. Jean-François Gautier, Président du Conseil d'Administration*
- *M. Guillaume Garo, Directeur Central*

Aubay (Société initiatrice)

- *M. David Fuks, Directeur Financier*

Portzamparc (Etablissement présentateur)

- *M. Cyrille Gonthier, Directeur corporate finance*
- *M. Laurent Vallée, Responsable analyse financière.*
- *M. Nicolas Royot, Analyste Financier*

2.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société Aedian, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques et notamment les documents de référence au 30 juin 2011 et 2012,
- le rapport financier semestriel incluant les états financiers semestriels d'Aedian au 31 décembre 2012 revus par les commissaires aux comptes,
- les informations fournies par la société et notamment les comptes consolidés non audités au 31 mai 2013, les prévisions de résultats et la situation bilancielle prévisionnelle d'Aedian au 30 juin 2013 ainsi que le business plan 2013/2014 (30 juin 2014) – 2017/2018 (30 juin 2018) de la société établi par la direction générale d'Aedian,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières InFinancials, Six financial information, Euronext, Epsilon, et Factset : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'Aedian,
- les notes d'analyse récentes de CM-CIC, analyste suivant la valeur Aedian,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.
- la lettre d'Aubay en date du 18 juin 2013 relative à l'offre ferme d'acquisition portant sur la totalité des titres détenus par la société Arcole et Jean-François Gautier,
- la lettre d'acceptation à l'offre ferme d'acquisition, en date du 19 juin 2013, signée par Jean-François Gautier pour le compte de la société Arcole en qualité de Président et pour son propre compte,
- les engagements d'apports de titres à l'offre publique conclus entre Aubay et certains actionnaires dont la liste est détaillée dans la note d'opération,
- Les engagements d'exercice / d'apport de BSAANE et d'apport, le cas échéant, des actions issues des BSAANE à l'offre publique dont la liste est détaillée dans la note d'opération,
- Le projet de promesse synallagmatique de cession et d'achat d'action Aedian conclu entre Aubay et certains actionnaires dont la liste est détaillée dans la note d'opération,

3 Eléments d'appréciation des prix proposés

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable des prix proposés.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 30 juin 2012.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.839 milliers d'actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation d'Aedian correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation augmenté des valeurs mobilières ayant un caractère dilutif (options d'achat d'action, bons de souscription ou d'achat d'actions nouvelles ou existantes) et diminué de l'auto-détention.

Sur la base de ces retraitements, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 1.863 milliers d'actions :

en milliers	Nb d'actions
Nombre d'actions du capital	1 839
Autodétention	-108
Options d'achat d'action	12
BSAANE	120
Total nombre d'actions dilué	1 863

3.1.3 Trésorerie nette ajustée

La trésorerie nette consolidé d'Aedian, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la trésorerie nette d'Aedian estimée sur la base des comptes consolidés prévisionnels au 30 juin 2013 soit 1,07m€.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la trésorerie nette. Au 30 juin 2013, ces engagements s'élèvent à 0,2m€.

Nous avons également intégré à la trésorerie nette certains actifs pour 1,97m€ au 30 juin 2013, ceux-ci n'ayant pas été en conséquence valorisés dans les flux. Ces actifs sont constitués :

- de créances de crédit d'impôt recherche. Aedian possède une créance sur l'Etat français au titre du CIR des années 2010 à 2012 pour un total de 1,9m€ imputable sur l'IS et remboursable sur les exercices futurs. La valeur retenue de 1,58m€ correspondant à la valeur actualisée au coût moyen pondéré du capital, de ces créances futurs.
- d'économies d'impôts liées aux déficits reportables existant au 30 juin 2013. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels au regard de la réglementation fiscale. La valeur de 0,31m€ correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.
- des titres mis en équivalence de la filiale du groupe installée en Tunisie « AEXIA » détenue par Aedian à 49,94% (0,08m€).

La trésorerie nette n'a pas été retraitée des intérêts minoritaires, ceux-ci étant inexistant au sein du groupe Aedian.

Par cohérence avec notre calcul du nombre d'actions, nous avons retraité la trésorerie potentielle provenant de l'exercice des valeurs mobilières ayant un caractère dilutif (options d'achat d'actions et bons de souscription ou d'achat d'actions nouvelles ou existantes). La trésorerie potentielle s'élève à 0,66m€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une trésorerie nette « ajustée » de 3,5m€.

Libellé	montant en m€
Trésorerie nette des dettes financières	1,07
Provisions pour engagement de retraite	-0,20
Trésorerie potentielle provenant d'instruments dilutifs	0,66
Actifs hors exploitation	1,97
Trésorerie nette ajustée	3,50

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management d'Aedian sur une durée de 5 ans (exercices clos du 30 juin 2014 au 30 juin 2018).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de niveau de ventes issues de la situation actuelle du marché et du plan d'action commercial d'Aedian,

- *au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) basé sur le plan d'action qui vise une amélioration de l'efficacité commerciale d'Aedian,*
- *aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.*

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

Les hypothèses en matière d'investissements, d'amortissements et de variation du besoin en fonds de roulement ont été construites suite à des échanges que nous avons eus avec la direction générale et financière d'Aedian.

Certaines données prévisionnelles ont été ajustées en concertation avec Jean-François Gautier et Guillaume Garo.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future d'Aedian. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, la part du groupe dans la valeur des fonds propres au 30 juin 2012 et au 31 décembre 2012 s'élève respectivement à 11,5m€ et 11,3m€, soit une valeur respective de 6,18€ et 6,05€ par action. Cette valeur élevée résulte des montants élevés des goodwill provenant des nombreuses acquisitions (3D Harmonie, PiA Consulting, ATD Conseil, Amentys, Methodis). Le prix d'Offre proposé offre une prime respective de 10% et 12,4% sur ces valeurs.

Au 31 mai 2013, l'actif net comptable d'Aedian s'élève à 11m€, soit une valeur de 5,91€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 15,1% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation d'Aedian dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Au cours des 3 derniers exercices, les taux de distribution de dividendes représentent entre 35% et 60% du résultat net consolidé.

Cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la société,*
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,*
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,*
- méthode des multiples constatés au cours de transactions comparables,*
- méthode du cours de bourse.*

3.3.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la société et autres engagements

3.3.1.1 Transactions récente intervenue sur le capital de la société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital d'Aedian.

Nous avons analysé :

- l'offre ferme d'acquisition en date du 18 juin 2013 portant sur la totalité des titres détenus par la société Arcole et Jean-François Gautier,
- la lettre d'acceptation de l'offre ferme d'acquisition, en date du 19 juin 2013, signée par Jean-François Gautier pour le compte de la société Arcole en qualité de Président et pour son propre compte.

Le 20 juin 2013, la société Arcole ainsi que son Président Jean-François Gautier ont cédé 631.982 actions Aedian à Aubay sur la base d'un prix unitaire de 6,80 euros, conformément au tableau ci-après :

Nom des actionnaires	% de détention	Nombre de titres Aedian cédés
Arcole*	34,04%	625 974
<i>Au nominatif</i>	<i>33,51%</i>	<i>616 269</i>
<i>Au porteur</i>	<i>0,53%</i>	<i>9 705</i>
Jean François Gautier	0,33%	6 008

**SAS contrôlée par la famille Gautier et dont l'activité principale est de gérer ses participations*

En rémunération de cette cession, chaque actionnaire a reçu un montant de 6,80€ par action Aedian cédée.

Cette transaction constitue une référence significative car elle porte sur une part importante du capital d'Aedian, les 631.982 titres cédés représentant 34,36% du capital.

Par ailleurs, cette transaction est concomitante au lancement de l'Offre Publique d'Achat et intègre donc le même niveau d'information sur la société Aedian.

A l'issue de cette transaction, le capital de la société Aedian est réparti de la façon suivante :

Composition de l'actionnariat	Nb d'actions détenues	% du capital
Aubay	631 982	34,4%
Stéphane Morvillez	62 015	3,4%
Frédéric Bourdon	10 724	0,6%
Patrice Ferrari	1 459	0,1%
FCPE AEDIAN (actionnariat salarié)	90 064	4,9%
Public	934 631	50,8%
Autodétention	108 207	5,9%
Total	1 839 082	100%

Source : Note d'opération

La transaction décrite ci-dessus est effectuée pour un prix de 6,80€ par action. Cette transaction est donc conclue au même prix que le prix d'Offre.

Dans le cadre de cette transaction, la société Arcole et Jean-François Gautier se sont irrévocablement engagés notamment à ne pas augmenter les indemnités ou avantages pécuniaires auquel ils prétendent actuellement et à renoncer à toute indemnité ou tout avantage pécuniaire qui pourraient leur être dus au titre de tout contrat, de l'acquisition de bloc envisagée, du changement de contrôle de la société ou de la cessation de leur fonction dans Aedian ou ses filiales.

L'examen de cet accord entre les deux parties ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.2 Engagements d'apport et de liquidité

3.3.1.2.1 Engagements d'apport

Des engagements d'apport à l'Offre ont été conclus entre certains actionnaires et Aubay. Ces engagements d'apport portent sur :

- 251.088 actions Aedian. Les engagements d'apport d'actions constituent des engagements fermes et irrévocables d'apporter à l'Offre l'ensemble des actions Aedian que les signataires détiennent. Ces engagements d'apport seront caducs en cas d'offre publique concurrente, sauf surenchère par Aubay.*
- 120.000 Bons de souscriptions et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes (BSAANE) Aedian. Ces engagements sont des engagements fermes et irrévocables, pris par l'ensemble des titulaires des BSAANE, d'exercer ou d'apporter les BSAANE qu'ils détiennent à l'Offre et d'apporter, le cas échéant, les actions qu'ils détiennent issues des BSAANE à l'Offre. Ces engagements seront caducs en cas d'offre publique concurrente, sauf surenchère par Aubay.*
- 12.351 actions issues de l'exercice d'options de souscriptions d'actions. M. Jean-François Gautier s'est engagé, de manière ferme et irrévocable, à apporter à l'Offre 12.351 actions Aedian issue de l'exercice des options de souscriptions d'actions qu'il détient. Cet engagement sera caduc en cas d'offre publique concurrente, sauf surenchère par Aubay.*

L'examen de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.2.2 Engagement de liquidité

Aubay et les attributaires d'actions gratuites Aedian dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ont conclu un engagement de liquidité.

Cet engagement de liquidité comporte une promesse de vente consentie par les titulaires d'Actions Gratuites, indisponibles et incessibles pendant la durée de l'Offre au bénéfice d'Aubay, exerçables à l'expiration de la période de conservation desdites Actions Gratuites. La promesse de vente est suivie d'une promesse d'achat consentie par Aubay au bénéfice des titulaires des Actions Gratuites, indisponibles et

incessibles, exerçables à l'expiration de la période de conservation desdites Actions Gratuites.

Le prix d'exercice des promesses est égal au prix par action proposé aux actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre, soit 6,80€. En cas de distribution de dividendes décidée antérieurement à la réalisation des promesses, le prix par action sera réduit d'une somme égale au montant net du dividende par action.

L'examen de cet engagement ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

3.3.2.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan ajusté en concertation avec Jean-François Gautier et Guillaume Garo.

3.3.2.2 Analyse du business plan d'Aedian

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par le groupe Aedian.

La société a publié son rapport semestriel au 31 décembre 2012, faisant état d'un chiffre d'affaires sur le premier semestre de l'exercice 2012/13 en baisse de 10% par rapport au premier semestre 2011/12. Sur la base des informations qui nous ont été communiquée par la direction d'Aedian, la baisse du chiffre d'affaires observée sur le second semestre 2012/13 serait moins importante. Les revenus d'Aedian sur l'ensemble de l'exercice 2012/2013 serait en baisse de 7%.

Aedian compte mettre en œuvre un plan d'action destiné à améliorer son efficience commerciale et son efficacité opérationnelle. Ce plan d'action est censé aboutir :

- à l'amélioration de sa capacité à recruter et à employer des ingénieurs et consultants (sous-traitance stable) en maintenant la pondération de chaque profil,*

- à l'amélioration du taux d'emploi productif¹⁰ au travers d'une augmentation de l'effectif productif et d'un maintien de l'effectif improductif¹¹ (administratif et commercial) à un niveau fixe sur la durée du business plan,
- au maintien du taux journalier moyen de facturation,
- une amélioration du taux d'inter-contrat de 8% à fin juin 2012 à 5,5% visés.

Ce plan permettra à Aedian de profiter d'un effet de base sur l'exercice 2013/14 et d'une croissance de son chiffre d'affaires d'environ 10%, cet exercice représentant ainsi une année de récupération suite à la baisse réalisée en 2012/13.

Au-delà de l'exercice 2013/14, le chiffre d'affaires devrait connaître un taux de croissance stable d'environ 3,5% à partir de 2014 et ce jusqu'à l'horizon du business plan.

Ce taux de croissance semble volontariste compte tenu, d'une part, de la stagnation du secteur des SSII, et d'autre part, de la croissance moyenne enregistré par Aedian sur la période 2002/2012 (10 ans) d'environ 3% qui comprend notamment les opérations de croissances externes réalisées notamment en 2003 et 2005.

Analyse de la marge d'EBIT¹²

La marge d'EBIT prévisionnelle inclut, outre les agrégats historiques, le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE), ces incitations fiscales étant enregistrées en déduction des charges d'exploitation.

L'évolution du taux de marge d'EBIT prévu reflète les résultats prévus du plan d'action présenté dans le paragraphe précédent et destiné à améliorer l'efficacité commerciale d'Aedian. L'augmentation du taux de productif et la réduction du taux d'inter-contrat contribueraient à l'amélioration du taux de marge d'EBIT d'environ 0,5 point par an sur la durée du business plan.

Le taux de marge observé serait ainsi proche de 2,3% à l'horizon 2013/14 pour atteindre 4,4% à l'horizon 2017/18.

Impôt normatif

Un impôt normatif de 33,33% a été appliqué sur le résultat courant après CVAE. Le calcul de l'impôt normatif ne prend pas en compte les créances d'impôt résultant du crédit d'impôt recherche et des déficits reportables. Ces créances d'impôt ont été évaluées séparément et prise en compte dans le calcul de la trésorerie nette ajustée.

¹⁰ Ratio de l'effectif productif sur l'effectif total. L'effectif productif comprend les ingénieurs et les consultants (sous-traitants stable)

¹¹ L'effectif improductif comprend notamment les commerciaux et les services support de gestion et d'administration du groupe.

¹² EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) correspond au résultat opérationnel

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus dans le plan d'affaires concernent le remplacement et l'amélioration des équipements et matériels informatiques. Le plan d'affaires prend en compte un niveau d'investissements proche de 0,5% du chiffre d'affaires sur la durée du business plan. Ces investissements correspondent à des investissements de remplacement et sont proches des amortissements prévus sur la période du business plan.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

Selon nos calculs la rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 16% à l'horizon du business plan (2018) contre 11% en 2011/12. Cette hausse résulte d'une part de la hausse du taux de marge et d'autre part d'une meilleure rotation de l'actif économique (ratio entre le chiffre d'affaires et l'actif économique).

Le dernier élément structurant pour le calcul des flux de trésorerie actualisés est le besoin en fonds de roulement.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

Nous avons calculé un BFR prévisionnel au 30 juin 2013. Sur la base des discussions que nous avons eues avec Aedian et des analyses effectuées, le BFR représenterait environ -35 jours de chiffre d'affaires soit environ -9,6% du chiffre d'affaires. Il se situe à un niveau proche de celui observé au 30/06/2012 (-36 jours) et supérieur au niveau constaté en 2010 (-28 jours) et 2011 (-24 jours).

Nous avons retenu pour le calcul des cash flow un niveau de BFR de -35 jours (excédent) correspondant au BFR prévisionnel au 30 juin 2013. Cette hypothèse reste cohérente au regard des données historiques.

Conclusion

Les hypothèses du business plan, au vu notamment de la rentabilité des capitaux employés atteint en 2018, peuvent être considérées comme volontaristes.

3.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2012/13 - 2017/18, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

$$\begin{aligned}
 & \text{EBIT} \\
 & - \text{Variation du BFR} \\
 & - \text{CVAE}^{13} \\
 & + \text{Amortissement} \\
 & - \text{Investissements nets des cessions d'actifs} \\
 & - \text{Impôt normatif} \\
 & = \text{Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow}
 \end{aligned}$$

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} juillet 2013.

3.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	2,45%
Prime de risque du marché	(2)	6,0%
Bêta désendetté	(3)	0,93
D/E	(4)	0%
Bêta réendetté		0,93
Prime de risque spécifique	(5)	3,4%
Coût des fonds propres	(6)	11,4%
D/(D+E)	(7)	0%
E/(D+E)	(7)	100%
Coût moyen pondéré du capital		11,4%

(1) TEC 10 ans spot au 24 juin 2013
 (2) Prime de risque marché action : HSBC juin 2013
 (3) Bêta comparables désendetté 3 ans
 (4) Gearing société au 30/06/2013
 (5) Ibbotson
 (6) Formule du MEDAF
 (7) Calcul d'après formule $1 - D / (D + E) = E / (D + E)$

Il a été retenu un taux d'actualisation de 11,4%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur le rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans au 24 juin 2013, soit 2,45% ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existant entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,93 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 3 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2) inférieur à 15% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés Accenture, Altran technologies, Atos, Bull, Cap Gemini, Devoteam, GFI informatique, Groupe Steria et IBM. Il est composé d'un échantillon plus large et différent de celui retenu dans la méthode des comparables boursiers en raison de R^2 parfois faibles observés dans l'échantillon de comparables boursiers ;

¹³ Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises

- une prime de risque de marché de 6% calculée par HSBC en juin 2013 ;
- La prime de taille retenue (3,4%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières. La prime retenue (3,4%) a été déterminée sur la base de la capitalisation boursière d'Aedian ;

En l'absence d'endettement, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond dans le cas présent au coût des fonds propres.

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourrait avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	2,45%	(1)	3,56%
Prime de risque du marché	6,0%	(2)	5,85%
Bêta désendetté	0,93	(3)	0,93
D/E	0%	(4)	0,0%
Bêta réendetté	0,93		0,93
Prime de risque spécifique	3,4%	(5)	3,4%
Coût des fonds propres	11,4%	(6)	12,4%
D/(D+E)	0%	(7)	0%
E/(D+E)	100%	(7)	100%
Coût moyen pondéré du capital	11,4%		12,4%
<i>(1) Moyenne 10 ans de l'OAT 10 ans</i>			
<i>(2) Prime de risque historique</i>			
<i>(3) Bêta comparables désendetté 3 ans</i>			
<i>(4) Gearing société au 30/06/2013</i>			
<i>(5) Ibbotson</i>			
<i>(6) Formule du MEDAF</i>			
<i>(7) Calcul d'après formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$</i>			

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans de l'OAT TEC 10 (3,56%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970 - 2006
Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Stauntton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- *Le bêta retenu est de 0,93 et correspond à la médiane de l'échantillon observé sur 3 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données),*

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (12,4%) est légèrement supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (11,4%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 11,4% résultant de l'approche « court terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « long terme » (12,4%). Cette hypothèse maximise donc la valeur retenue par l'application de la méthode des DCF.

3.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plans (2018) à partir d'un cash flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- *Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme,*
- *Deux approches ont été étudiées pour la détermination du taux de marge d'EBIT à l'infini :*

La première approche consiste à retenir un taux de marge moyen de façon prospective ou rétrospective en considérant un flux normatif basé sur ces moyennes. A ce titre, les taux de marge historique d'Aedian observée sur une période longue de 10 ans¹⁴ (2002/2012) ressortent entre -1,5% et 4,1% avec un taux moyen de 2%. Le taux de marge moyen d'Aedian prévu sur les cinq ans de business plan (2013-2017) ressort à 3,3%.

La deuxième approche consiste à considérer que le plan d'action qu'Aedian compte mettre en œuvre est constitué de mesures pérennes qui permettraient au groupe d'envisager un taux de marge stable sur le long terme. Le taux de marge retenu dans cette seconde approche s'élève à 3,8% et correspond au taux de marge observé sur la dernière année du business plan après retraitement de l'impact positif du CIR en considérant que cette incitation fiscale ne perdurera pas à l'infini pour les SSII.

- *Un niveau d'amortissements égal à celui des investissements à l'infini,*
- *Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini proche de zéro a été retenue.*

¹⁴ Nous n'avons pas retenu le taux de marge 2004/05 de -2,9% résultant d'une opération exceptionnelle d'acquisition d'une filiale.

3.3.2.6 Résultats chiffrés

En retenant la première approche et en prenant l'hypothèse la plus optimiste d'un taux de marge de 3,3%, sur le flux normatif, nous obtenons le résultat suivant :

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€)	2,8
Valeur terminale (en m€)	3,8
Valeur d'entreprise (VE) (en m€)	6,7
Trésorerie nette ajustée (en m€)	3,5
Valeur des capitaux propres (VCP) (en m€)	10,2
Nombre d'actions (en milliers)	1 863
Valeur de l'action Aedian (en €)	5,45

La valeur du titre Aedian ressortirait à 5,45€, soit une prime induite par le prix d'Offre de 24,8%.

En retenant la seconde approche et un taux de marge de 3,8% sur le flux normatif, nous obtenons le résultat suivant :

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€)	2,8
Valeur terminale (en m€)	4,7
Valeur d'entreprise (VE) (en m€)	7,6
Trésorerie nette ajustée (en m€)	3,5
Valeur des capitaux propres (VCP) (en m€)	11,1
Nombre d'actions (en milliers)	1 863
Valeur de l'action Aedian (en €)	5,94

La valeur unitaire de l'action Aedian s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 5,94€, soit une prime induite par le prix d'offre de 14,5%

Nous retiendrons en définitive cette seconde approche qui maximise la valeur.

3.3.2.7 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

		Tableau de sensibilité		
		CMPC		
		10,9%	11,4%	11,9%
Taux de croissance à l'infini	2,00%	6,34	6,09	5,87
	1,50%	6,17	5,94	5,74
	1,00%	6,02	5,81	5,62

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action comprise entre 5,74€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 11,9%) à 6,17€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 10,9%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 5,94€.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Aedian les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

3.3.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche d'Aedian.

Société	Pays	Capitalisation boursière (en M€) ¹	Chiffre d'affaires 2012 (M€)
Altran Technologies SA	FRA	828	1 456
Aubay S.A.	FRA	72	190
GFI Informatique SA	FRA	183	667
Groupe Open SA	FRA	52	242
Groupe Steria S.C.A.	FRA	350	1 827
Sopra Group	FRA	662	1 217
Aedian	FRA	7	39

Source : Infiniti, Inc.

¹ moyenne de 30 jours de cours de bourse, données au 26 Juin 2013

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaire, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Aedian compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons toutefois retenu 6 sociétés comparables à Aedian :

- Altran Technologies (France) est une entreprise de sous-traitance en ingénierie, cotée au NYSE Euronext Paris, compartiment B. L'entreprise emploie 18 130 collaborateurs pour un chiffre d'affaires total de 1 456 millions d'euros. La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : Conseil en innovation et ingénierie avancée (72%), Conseil en organisations et systèmes d'information (28%).

- Aubay (France) est cotée au NYSE Euronext Paris au compartiment C. La société est spécialisée dans le conseil en technologies et intégration de systèmes d'informations, systèmes industriels, réseaux et télécoms. Elle réalise en 2012 un chiffre d'affaires de 190 millions d'euros, réparti principalement sur le territoire français et dans les pays limitrophes.
- Gfi informatique (France) est une société de service en ingénierie informatique, cotée au NYSE Euronext, compartiment C, et compte 9 809 collaborateurs. Le Chiffre d'affaires, réalisé principalement en France, se répartit par métier de la manière suivante : Consulting (2%), Entreprises solutions (8%), Application services (54%), Infrastructure Services (22%) et Software (14%).
- Groupe Open (France) est une société de service en ingénierie informatique cotée au NYSE Euronext Paris, compartiment C. Son activité se concentre sur trois segments de marché : le Conseil, l'Ingénierie Applicative et l'Infrastructures Services. Elle emploie 3 155 personnes en 2012 pour un Chiffre d'affaires de 242 millions d'euros.
- Groupe Steria (France) est une Société de services en ingénierie informatique, cotée au NYSE Euronext Paris, compartiment B. Le chiffre d'affaires atteint 1 827 millions d'euros en 2012 et se répartit de la manière suivante : Conseil/intégration des systèmes (42%), gestion applicative (19%), gestion des infrastructures informatiques (30%) et Business process outsourcing (9%)
- Sopra Group (France) est coté au NYSE Euronext Paris, compartiment B. L'entreprise est spécialisée dans le conseil, les services technologiques et l'édition de logiciels en Europe. Elle compte 14 310 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 1 216 millions d'euros en 2012.

3.3.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Société	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Altran Technologies SA	9,6%	10,0%	10,9%	8,5%	8,5%	9,9%
Aubay S.A.	8,7%	8,4%	8,8%	7,8%	7,8%	8,2%
GFI Informatique SA	6,7%	7,1%	7,3%	3,5%	5,7%	6,0%
Groupe Open SA	5,8%	6,2%	6,5%	4,6%	5,2%	5,7%
Groupe Steria S.C.A.	8,2%	8,5%	9,1%	6,4%	6,7%	7,0%
Sopra Group	9,9%	8,8%	9,8%	8,5%	7,5%	8,5%
Moyenne échantillon	8,2%	8,2%	8,7%	6,5%	6,9%	7,5%
Médiane échantillon	8,5%	8,4%	8,9%	7,1%	7,1%	7,6%

Source : InFinancials au 26 juin 2013

On constate que les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT générés par Aedian sont plus faibles que ceux dégagés par la médiane et la moyenne de l'échantillon que nous avons retenues.

3.3.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenus les multiples :

- *d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements, ceux-ci restant limités dans ce secteur d'activité.*
- *d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.*

Nous avons exclu les multiples :

- *de Chiffre d'affaires au regard des différentiels de marge constatés entre l'échantillon sélectionné et l'entreprise Aedian.*
- *PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.*

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Altran Technologies SA	6,4x	5,5x	4,8x	7,3x	6,4x	5,2x
Aubay S.A.	4,4x	4,3x	4,0x	5,0x	4,6x	4,3x
GFI Informatique SA	5,7x	4,8x	4,6x	11,0x	5,9x	5,6x
Groupe Open SA	3,3x	3,1x	2,8x	4,2x	3,7x	3,3x
Groupe Steria S.C.A.	3,2x	3,1x	2,8x	4,0x	3,9x	3,6x
Sopra Group	7,2x	7,4x	6,3x	8,4x	8,7x	7,3x
Moyenne échantillon	5,0x	4,7x	4,2x	6,6x	5,5x	4,9x
Médiane échantillon	5,1x	4,5x	4,3x	6,1x	5,3x	4,7x

Source : InFinancials au 26 juin 2013

3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2012, 2013 et 2014 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées. La société Aedian clôturant ses comptes au 30 Juin, nous avons annualisé les agrégats financiers afin d'obtenir des agrégats d'Aedian au 31 décembre. Les multiples des années 2012, 2013 et 2014 des sociétés concernées ont ainsi pu être appliqués aux agrégats d'Aedian au 31 décembre.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle d'Aedian, une décote de taille aurait pu être appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Nous n'avons pas retenu de décote pour l'application de cette méthode. L'application de cette méthode maximise donc les valeurs retenues.

3.3.3.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Aedian obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation de l'action Aedian			
	VE/ EBITDA	VE/ EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	7,15	6,75	
Nombre d'actions (en milliers)	1 863	1 863	
Valeur moyenne de l'action Aedian	3,84€	3,62€	3,73€

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite d'Aedian par la méthode des comparables boursiers comprise entre 3,62€ (multiple d'EBIT) et 3,84 € (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 3,73€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 6,80€ fait ressortir une prime de 82,3% sur cette valeur centrale.

3.3.4 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Aedian la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

3.3.4.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Aedian, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Notre choix s'est donc porté sur quatre transactions dans le secteur du conseil et de l'ingénierie informatique qui sont intervenues en 2012 et 2013.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à cette offre. Elles concernent en effet des SSII qui évoluent dans des secteurs proches de ceux d'Aedian.

Par ailleurs, l'offre publique d'achat initiée par Aubay sur les actions d'Aedian intervient dans un contexte macro-économique et financier proche des transactions retenues.

3.3.4.2 Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduits à identifier les quatre transactions suivantes :

- Infofin Participations a initié, en juin 2013, une offre publique d'achat visant les actions de la société GFI Informatique, société française cotée spécialisée dans les services informatiques. GFI Informatique, cible de cette opération, a réalisé un chiffre d'affaires de 667,3m€ en 2012, dont environ 82% en France. Ce chiffre d'affaires se répartit entre les activités de services informatiques (89%) et d'éditions de logiciels (11%).*
- En avril 2013, Econocom, société belge cotée spécialisée dans la gestion des infrastructures informatiques et de télécommunications des entreprises, a annoncé sa volonté d'acquérir un bloc majoritaire de la société Osiatis. Osiatis, intervenant dans le domaine de l'exploitation et de la gestion des infrastructures informatiques, a vu son chiffre d'affaires s'élever à 309,3m€ en 2012, et ce, principalement sur le marché français (environ 92%). Le chiffre d'affaires 2012 d'Osiatis se décompose entre les activités de prestations d'infogérance d'infrastructures pour 86% et les prestations d'ingénierie et d'infogérance d'applications pour 14%.*
- Tata Consultancy Services, SSII et filiale du conglomérat indien Tata, a annoncé en avril 2013 l'acquisition de la totalité des parts de la société Alti, société française de services en ingénierie informatique qui a généré 126m€ de chiffre d'affaires en 2012.*
- En août 2012, CGI a acquis la totalité des titres de Logica, société britannique de services en informatique, spécialisée dans le conseil, l'intégration de systèmes et l'externalisation. Logica a réalisé un chiffre d'affaires de 3 921,3m€ en 2011, pour l'essentiel en France (22%), au Royaume-Uni (19%) et en Europe du Nord et Central (22%). Les activités de conseil en ingénierie informatique et d'externalisation ont contribué respectivement pour 66% et 44% du chiffre d'affaires 2011.*

Parmi les quatre transactions retenues, deux concernent des sociétés actuellement cotés (GFI Informatique et Osiatis), Logica étant sortie de la cote suite à l'opération et Alti n'ayant jamais été introduite en bourse.

3.3.4.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;*

- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires qui n'est pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas présentement.
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date	Acquéreur	Cible	Valeur d'Entreprise ²	EBITDA ^{1 & 2}	EBIT ^{1 & 2}	VE/EBITDA	VE/EBIT
juin-13	Infocin Participations	GFI Informatique	281	34,9	23,3	8,0x	12,0x
avr-13	Econocom	Osiatis	167	23,2	20,8	7,2x	8,0x
avr-13	Tata Consultancy Services	Alti	75	9,1	9,0	8,3x	8,3x
mai-12	CGI	Logica	2 145	335,9	289,3	6,4x	7,4x
Moyenne						7,5x	9,0x
Mediane						7,6x	8,2x

Source : Epsilon

¹ Agrégats 2012 pour GFI Informatique, Osiatis et Alti, agrégats 2011 pour Logica

² En millions - monnaie locale

3.3.4.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBITDA et de VE / EBIT que nous avons appliqués aux agrégats financiers annualisés d'Aedian au 31 décembre 2012, trois des quatre transactions ayant été réalisées en 2013 et extériorisant des multiples boursiers basés sur des agrégats au 31 décembre 2012.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en rajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la trésorerie nette ajustée telle qu'elle est présenté dans la partie 3.1.3 de ce rapport

3.3.4.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Aedian obtenue par la méthode des transactions comparables.

Valorisation de l'action Aedian			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur des fonds propres (en m€)	9,2	8,3	
Nombre d'actions (en milliers)	1 863	1 863	
Valeur de l'action Aedian	4,95€	4,48€	4,71€

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite d'Aedian par la méthode des transactions comparables comprise entre 4,48€ (multiple d'EBIT) et 4,95€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 4,71€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 6,80€ fait ressortir une prime de 44,4% sur cette valeur centrale.

3.3.5 Méthode du cours de bourse

Les actions d'Aedian sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris. La société a été introduite en mars 2000 à la bourse de Paris.

3.3.5.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'Offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Composition de l'actionnariat	Nb d'actions détenues	% du capital
Aubay	631 982	34,4%
Stéphane Morvillez	62 015	3,4%
Frédéric Bourdon	10 724	0,6%
Patrice Ferrari	1 459	0,1%
FCPE AEDIAN (actionnariat salarié)	90 064	4,9%
Public	934 631	50,8%
Autodétention	108 207	5,9%
Total	1 839 082	100%

Source : Note d'opération

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 50,8% du capital, soit 934 631 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action Aedian				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	622	13 684	0,7%	1,5%
Moyenne 3 mois	2 201	138 632	7,5%	14,8%
Moyenne 6 mois	2 192	271 748	14,8%	29,1%
Moyenne 1 an	1 451	370 122	20,1%	39,6%

Source : Euronext, 19/06/2013

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse relative des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 622 titres (moyenne 1 mois) et 2.201 titres (moyenne 3 mois).

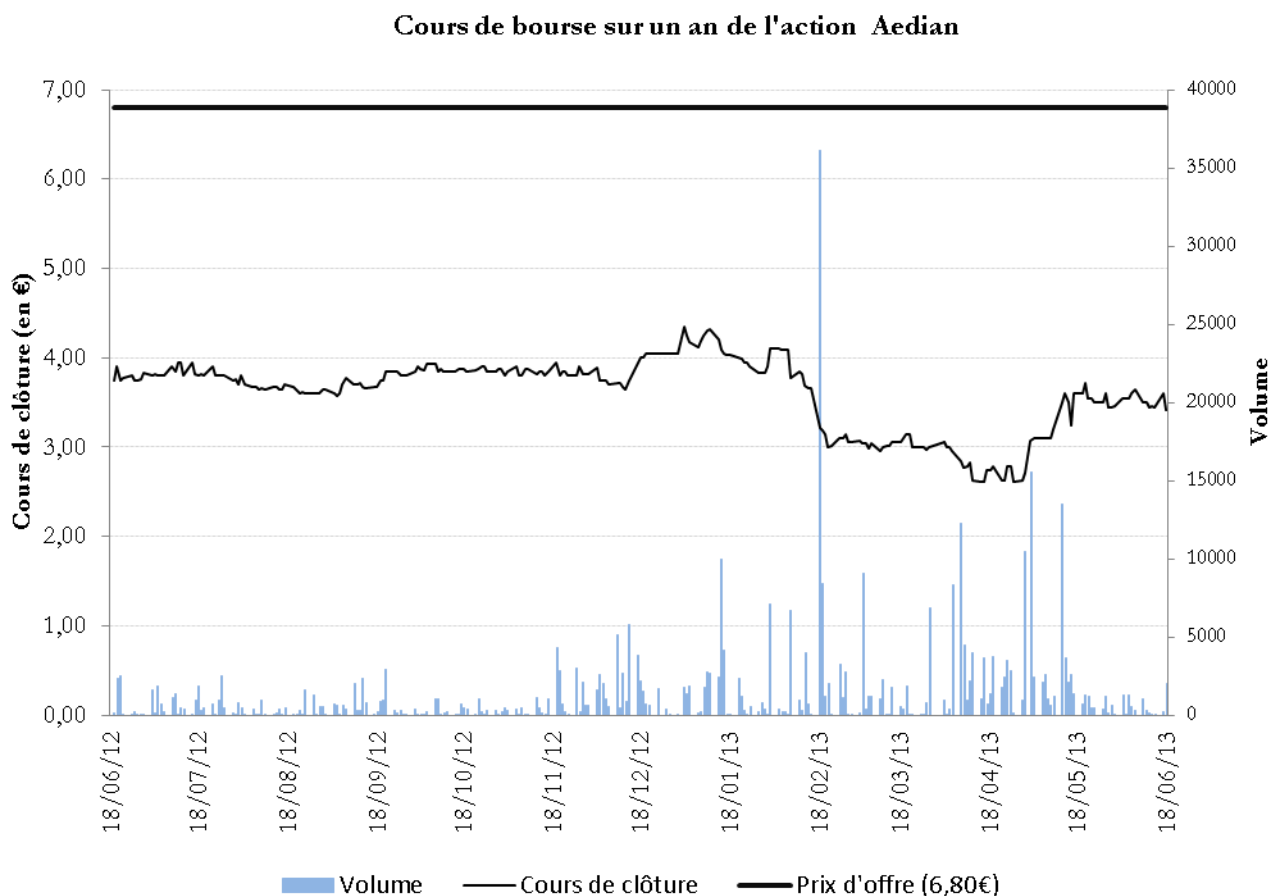
Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 1.451 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 370.122, soit 20,1% du nombre total de titres et 39,6% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,7% du nombre total de titres et 1,5% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Aedian, qui fait l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une certaine liquidité. Nous retiendrons donc en définitive cette méthode.

3.3.5.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

L'évolution du cours de bourse d'Aedian sur une année est présentée ci-dessous.



Aedian a vu tout d'abord son cours osciller légèrement entre 3,7€ et 4€ du mois de juin 2012 au mois de décembre 2012, le cours restant stable après décembre autour de 4€ et ce jusqu'à la fin du mois de janvier 2013.

Par la suite, le cours d'Aedian a connu une tendance baissière suite notamment à l'annonce, le 13 février 2013, des résultats semestriels couvrant la période du 1^{er} juillet au 31 décembre 2012, ces résultats étant en retrait par rapport à ceux du premier semestre de l'exercice précédent.

Le 18 février 2013, un volume significatif de 36.102 actions, représentant près de 2% du capital, a été échangé. Le cours de clôture à cette même date était de 3,22€.

La baisse du cours s'est poursuivie jusqu'en avril 2013, période où le cours se situait en deçà des 3€.

A compter de cette date, le cours de Aedian a connu une tendance haussière en ligne avec la hausse des marchés boursiers et l'annonce en date du 30 avril 2013 relative au chiffre d'affaires du troisième trimestre de l'exercice 2012/2013. Le 18 juin 2013, veille de l'annonce de l'opération, le cours se situait à 3,41€.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 18/06/2013.

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 18/06/2013)	3,41	99,4%
CMPV* 1 mois	3,54	92,0%
CMPV* 3 mois	3,05	123,2%
CMPV* 6 mois	3,30	106,3%
CMPV* 1 an	3,43	98,4%

Source : Euronext, 19/06/2013

** Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 3,05€ (moyenne 3 mois) et 3,54€ (moyenne 1 mois).

Le cours de référence le plus pertinent est, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois qui intègre les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 18 juin 2013 s'élève à 3,41€.

Le prix proposé de 6,80€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 92,0% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois) et 123,2% (cours moyen pondéré par les volumes 6 mois).

Il offre une prime de 99,4% sur le cours de clôture au 18 juin 2013.

A noter que l'analyste CM-CIC, seul analyste à notre connaissance qui suivait le titre Aedian, recommandait, dans sa dernière note du 25 février 2013, l'achat pour un cours cible s'élevant à 5€. Le prix d'Offre de 6,8€ offre donc une prime de 36% sur le dernier cours cible de l'analyste qui précédait l'Offre.

3.4 Evaluation des BSAANE

Une méthode de valorisation courante des BSAANE repose sur le modèle de Cox Ross et Rubinstein (modèle binomial) couramment utilisée pour l'évaluation d'options complexes. Le modèle est fondé sur la construction d'un arbre qui décrit la totalité du champ d'évolution possible du cours de l'action sous-jacente à l'option.

Les déterminants de la valeur des BSAANE selon ce modèle sont au nombre de neuf (le cours du sous-jacent, le prix d'exercice, la volatilité du sous-jacent, la durée de vie de l'option, le taux d'intérêt sans risque, le dividende, la parité d'exercice, l'effet dilution du prix de l'action, l'impossibilité de céder ni d'exercer le bon pendant une certaine période).

La valeur d'une option est composée d'une valeur intrinsèque et d'une valeur temps. La valeur intrinsèque est la différence, si elle est positive, entre le cours de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option d'achat. La valeur temps d'une option correspond à l'anticipation d'une valeur intrinsèque plus forte.

Les BSAANE ont été attribués à un nombre restreint d'actionnaires d'Aedian le 20 décembre 2010 (date du conseil d'administration) au prix de 0,41€. Ils ont pour caractéristiques un prix d'exercice qui s'élève à 5,16€ et une période d'exercice de deux ans qui expire le 06/01/2015.

Dans le cas présent, le prix de l'Offre s'établit à 6,80€ et offre une prime importante sur le cours de clôture au 18 juin 2013 ainsi que sur les différentes moyennes de cours de bourse. Il offre également des primes sur les différentes analyses multicritères mises en œuvre.

Depuis l'annonce de l'Offre, on constate que le cours de bourse s'est aligné sur le prix d'Offre. Le cours de bourse a ainsi fluctué entre 6,70€ et 6,75€ pour s'établir à 6,74€ au 8 juillet 2013. La volatilité entre la date de l'Offre et la date du présent rapport est par ailleurs très faible et se situe autour des 5%.

Par ailleurs, sur la base de l'analyse multicritères réalisée pour valoriser l'action Aedian, nous n'anticipons pas de potentielle hausse du cours à court terme, la période d'exercice des BSAANE se terminant le 06/01/2015.

Nous considérons, par conséquent, que la valeur des BSAANE correspond uniquement à la valeur intrinsèque, c'est-à-dire à la différence entre le prix d'Offre s'élevant à 6,80€ et le prix d'exercice de 5,16€. Nous obtenons ainsi une valeur des BSAANE de 1,64€.

Le prix proposé aux porteurs des BSAANE de 1,64€ dans le cadre de l'Offre correspond à la valeur intrinsèque des BSAANE et intègre la prime de contrôle offerte par Aubay. Il ne remet pas en cause l'égalité de traitement entre les différents détenteurs de titres visés par l'Offre et ne présente ni prime ni décote. Il est donc équitable pour les actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, l'ensemble des détenteurs des 120.000 BSAANE faisant objet de l'Offre se sont engagés à apporter leurs titres à l'Offre.

4 Analyse des éléments d'appréciation des prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Aedian :

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable*
- Méthode de l'actif net réévalué*
- Méthode des dividendes futurs*
- Méthode des transactions comparables*

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode en considérant le nombre de transactions identifiés comme insuffisant (deux opérations récentes aussi identifiées par nous-mêmes ont été analysées par l'établissement présentateur). La valeur d'Aedian extériorisée par l'application de multiple d'EBIT sur ces deux transactions s'élève, en moyenne, selon les calculs de la banque, à 5€.

Nous avons, pour notre part, identifié quatre transactions comparables et retenu cette méthode en considérant l'échantillon retenu comme significatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport et aboutit à une valeur moyenne de l'action Aedian de 4,71€.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société*
- Méthode du cours de bourse*
- Méthode des flux de trésorerie actualisés*
- Méthode des comparables boursiers*

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (flux de trésorerie actualisés) et s'est référée au cours de bourse d'Aedian et à la transaction intervenue sur le capital de la société (cession de titres Aedian à la société Aubay).

Ces méthodes sont, à l'exception de la méthode des transactions comparables qui n'a pas été retenue par l'établissement présentateur, identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.1.2.1 Transactions récentes sur le capital de Aedian

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu la transaction récente portant sur l'acquisition d'un bloc majoritaire représentant 34,36% du capital d'Aedian.

Nous avons également retenu cette transaction comme référence d'appréciation du prix de l'action Aedian.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Aedian retenue par cette méthode.

4.1.2.2 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an et le cours de bourse au 18 juin 2013.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués et sur les différentes moyennes retenues.

4.1.2.3 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 30 juin 2013 au 30 juin 2017 ;*
- extrapolé le plan d'affaires sur la période juin 2018- juin 2022 en retenant un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,5% et un taux de marge d'EBIT de 3,9% correspondant au taux de la dernière année du plan d'affaires au 30 juin 2017 ;*
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2022 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;*
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 11,97%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (2,11%), une prime de risque (6,71%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta (ajusté d'un correctif de taille) de 1,47 ;*

- déduit de la valeur ainsi obtenue la trésorerie nette retraitée au 30 juin 2013 (3,26m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Aedian de 4,97€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 4,71€ (taux d'actualisation de 13% et croissance à l'infini de 1,5%) et 5,29€ (taux d'actualisation de 11% et taux de croissance à l'infini de 1,5%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- *les éléments du plan d'affaires jusqu'au 30 juin 2017;*
- *le taux de croissance à l'infini de 1,5%.*

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- *la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,*
- *le calcul du taux d'actualisation,*
- *la période retenue pour l'actualisation des flux et le calcul de la trésorerie nette ajustée.*

4.1.2.3.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires d'Aedian sur cinq exercices supplémentaires (horizon au 30 juin 2022). Il a été retenu sur la période d'extrapolation une croissance de chiffre d'affaires de 1,5% et un taux de marge de 3,9% correspondant au taux de marge de la dernière année du business plan au 30 juin 2017.

Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a retenu un niveau de marge opérationnelle correspondant à la moyenne observée sur la période 2012-2022, soit 3,1%.

Nous avons, pour notre part, retenu l'horizon explicite du business plan comme communiqué par la société. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT de 3,8%, correspondant au taux de marge d'EBIT de la dernière année du business plan retraité de l'effet positif du CIR, en estimant que la société pourrait être en mesure de maintenir ce taux de marge à un horizon plus lointain.

L'établissement présentateur a retenu un taux moyen prévisionnel un peu plus bas (3,1%) qui résulte de la moyenne observée sur le business plan et la période extrapolée.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation dans la mesure où nos hypothèses sont légèrement plus optimistes.

4.1.2.3.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC			
		Etablissement	Horwath
Taux sans risque	(1)	2,11%	2,45%
Prime de risque du marché	(2)	6,71%	6,0%
Bêta désendetté	(3)	1,10	0,93
D/E	(4)	0%	0%
Correctif de taille		0,37	na
Bêta réendetté		1,47	0,93
Prime de risque spécifique		na	3,4%
Coût des fonds propres	(5)	11,97%	11,4%
D/(D+E)	(6)	0%	0%
E/(D+E)	(6)	100%	100%
Coût moyen pondéré du capital		11,97%	11,4%

(1) OAT 10 ans spot au 18 juin 2013
 (2) Prime de risque marché Factset (18 juin 2013)
 (3) Bêta sectoriel
 (4) Gearing société
 (5) Formule du MEDAF
 (6) Calcul d'après formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Source de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (11,4%). Il se situe par ailleurs entre notre taux court terme (11,4%) et notre taux « long terme » (12,4%) et apparaît cohérent.

4.1.2.3.3 Détermination du besoin en fonds de roulement (BFR)

L'établissement présentateur a retenu un niveau de BFR de 0% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la durée du plan d'affaires en se référant à un BFR sectoriel.

Nous avons, pour notre part, retenu un niveau de BFR de -9,6% du chiffre d'affaires sur l'ensemble du business plan comme expliqué dans la troisième partie de notre rapport en nous référant aux données d'Aedian.

4.1.2.3.4 Détermination de la trésorerie nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une trésorerie nette « ajustée » de 3,26m€ intégrant la trésorerie nette au 30 juin 2013, les provisions, la trésorerie issue des instruments dilutifs, les déficits fiscaux actualisés et les créances de crédit d'impôt recherche actualisées.

Nous avons retenu, pour notre part, une trésorerie nette « ajustée » de 3,50m€.

Le faible écart observé provient essentiellement des hypothèses prises relatives à l'actualisation des crédits d'impôt recherche et des déficits reportables.

4.1.2.3.5 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 4,97€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur. Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment du taux de marge d'EBIT retenu sur le flux normatif (plus bas chez l'établissement présentateur) et du taux d'actualisation choisi (plus élevé chez l'établissement présentateur)

4.1.2.4 Méthode des comparables boursiers

4.1.2.4.1 Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de sept sociétés (Aubay, Devoteam, Groupe Open, Infotel, Neurones, Solucom et Sqli) qui sont positionnées sur un marché proche de celui d'Aedian et qui ont toute une capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros.

Nous considérons les sociétés Aubay et Groupe Open, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables. Nous n'avons pas retenu les sociétés Devoteam, Infotel, Neurones, Solucom SA et Sqli comme comparables en retenant d'autres SSII qui nous paraissaient plus comparables quand bien même leur capitalisation boursière est plus élevée.

Nous avons, pour notre part, retenu six sociétés : Aubay et Groupe Open aussi retenues par l'établissement présentateur ainsi que GFI informatique, Altran technologie SA, Group Steria S.C.A et le Group Sopra.

4.1.2.4.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA (VE/EBITDA),*
- la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT (VE/EBIT).*

Nous considérons, pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux agrégats financiers prévisionnels au 30/06/2013, 30/06/2014 et 30/06/2015. Les multiples des entreprises comparables étant calculés au 31/12 de chaque exercice, l'établissement présentateur a calculé la moyenne des multiples encadrant les périodes concernées.

Pour notre part, nous avons annualisé les agrégats financiers d'Aedian afin d'obtenir des agrégats au 31/12/2012, 31/12/2013 et 31/12/2014, auxquels nous avons appliqué la médiane des multiples résultant de notre échantillon ; les comparables sélectionnées clôturant leurs comptes au 31 décembre de chaque exercice.

Nous considérons que ces deux approches sont cohérentes.

L'établissement présentateur a calculé une moyenne des différents multiples.

L'établissement présentateur a retenu un niveau de décote de taille de 14% alors que nous avons pour notre part pas retenu de décote.

L'établissement présentateur a utilisé la trésorerie nette estimée (1,14m€) pour valoriser Aedian par la méthode des comparables. Nous avons, pour notre part, retenu la trésorerie nette ajustée telle que présentée dans la partie 3 de notre rapport en considérant notamment que les créances de CIR et les déficits fiscaux reportables étaient intrinsèques à Aedian ; les comparables analysés présentant des résultats historiques bénéficiaires.

4.1.2.4.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Aedian obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à 1,72€ par les multiples d'EBIT et 2,01€ par les multiples d'EBITDA, soit 1,86€ en moyenne.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Aedian par la méthode des comparables boursiers de 3,73€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA et des multiples d'EBIT.

L'écart observé provient essentiellement des multiples moyens ou médians retenus qui proviennent d'échantillons différents, de l'application par l'établissement présentateur d'une décote de taille, et du niveau de trésorerie retenu.

4.2 Eléments d'appréciation du prix des BSAANE

L'établissement présentateur a retenu dans le cadre de cette méthode une valeur unitaire des BSAANE de 1,64€, soit la valeur intrinsèque des BSAANE, correspondant au différentiel entre le prix d'Offre de 6,80€ et le prix d'exercice de 5,16€.

Nous avons également retenu la valeur intrinsèque comme référence d'appréciation de la valeur des BSAANE d'Aedian.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur des BSAANE Aedian retenue dans le cadre de cette méthode.

5 Conclusion sur le caractère équitable des prix offerts

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 6,80€
	Bas	Valeur centrale	Haut		
Méthode du cours de bourse					
Cours de clôture (le 18/06/2013)		3,41 €		3,41 €	99,4%
CMPV* 1 mois		3,54 €		3,54 €	92,0%
CMPV* 3 mois		3,05 €		3,05 €	123,2%
CMPV* 6 mois		3,30 €		3,30 €	106,3%
CMPV* 1 an		3,43 €		3,43 €	98,4%
Méthode des comparables boursiers	1,72 €	1,86 €	2,01 €	3,73 €	82,3%
Méthode des transactions comparables		na		4,71 €	44,4%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	4,46 €	4,97 €	5,65 €	5,94 €	14,5%
Méthode des transactions de référence		6,80 €		6,80 €	0,0%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

nc : non communiqué

Il est rappelé qu'Arcole et Jean-François Gautier qui détenaient respectivement 625.974 et 6.008 actions, soit 34,04% et 0,33% du capital d'Aedian, ont conclu un protocole d'accord aux termes duquel ils se sont engagés de manière irrévocable à céder, au profit d'Aubay les 631.982 actions d'Aedian qu'ils détiennent.

Le prix offert offre les mêmes conditions que celles obtenues par ces actionnaires dans le cadre de leur accord.

La présente Offre est volontaire et permet aux actionnaires d'Aedian qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, compte tenu de l'opération envisagée, Aubay pourra et envisage, de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre, et/ou à une offre publique de retrait. Par ailleurs, il est précisé qu'Aubay envisage de réaliser une fusion avec Aedian.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 3,05€ (cours moyen 3 mois) à 3,54€ (cours moyen 1 mois) pour la méthode des cours de bourse ;
- 3,73€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 4,71€ pour la méthode des transactions comparables ;
- 5,94€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 6,80€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital d'Aedian.

Le prix offert de 6,80€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- *présente une prime comprise entre 92,0% (cours moyen 1 mois) et 123,2% (cours moyen 3 mois) sur la méthode du cours de bourse ;*
- *présente une prime de 82,3% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;*
- *présente une prime de 44,4% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables ;*
- *présente une prime de 14,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- *ne présente ni prime ni décote sur la méthode des transactions de référence intervenues sur le capital d'Aedian.*

Le prix de 6,80€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 20 juin 2013 portant sur un bloc d'actions représentant 34,36% du capital.

Le prix de 6,80€ par action Aedian proposé pour la présente Offre Publique d'Achat, offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Aedian.

Par ailleurs, le prix proposé aux porteurs des BSAANE de 1,64€ dans le cadre de l'Offre ne remet pas en cause l'égalité de traitement entre les différents détenteurs de titres visés par l'Offre et n'extériorise ni prime ni décote sur la valeur intrinsèque du BSAANE. »

Fait à Paris, le 11 juillet 2013

L'expert indépendant

HORWATH AUDIT FRANCE

Olivier Grivillers

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'AEDIAN 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.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

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

AEDIAN

Représentée par Monsieur Stéphane Morvillez, Directeur Général