

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ PHENIX SYSTEMS

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



PRÉSENTÉE PAR



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 1er octobre 2013 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Crowe Horwath - Horwath Audit France, représenté par Monsieur Olivier Grivilliers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société PHENIX SYSTEMS (www.phenix-systems.com) et peut être obtenu sans frais auprès de la société PHENIX SYSTEMS, Parc Européen d'Entreprises, rue Richard Wagner, 63200 Riom.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société PHENIX SYSTEMS seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

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

TABLE DES MATIÈRES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	4
2.1	CIRCONSTANCES DE LA PRISE DE CONTRÔLE DE PHENIX SYSTEMS	4
2.2.	PRINCIPALES STIPULATIONS DES CONTRATS D'ACQUISITION	4
2.3.	DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL.....	5
2.4	COMPOSITION DES ORGANES SOCIAUX ET DE DIRECTIONS.....	5
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	5
4.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	6
5.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	7
5.1	STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ.....	7
5.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	7
5.3.	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	7
5.4.	MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCES	7
5.5.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER	8
	DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	8
5.6.	RÈGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA DIRECTION GÉNÉRALE AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS	8
5.7.	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 A SES INTÉRÊTS.....	8
5.8.	ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES S'ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	8
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	8
7.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	56
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	56

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 235-2 et 237-14 du règlement général de l'AMF, 3D Systems Europe Limited, société enregistrée au Royaume-Uni sous le numéro 4192467 et ayant son siège à Mark House, Mark Road, Hemel Hempstead, Hertfordshire, HP2 7UA (« **3D Systems** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Phenix Systems, société anonyme à conseil d'administration au capital de 1.156.023 euros divisé en 1.156.023 actions d'1 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis au Parc Européen d'Entreprises, rue Richard Wagner, 63200 Riom, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont-Ferrand sous le numéro 432 209 617 (« **Phenix Systems** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR 0011065242, mnémonique ALPHX, d'acquérir la totalité de leurs actions Phenix Systems au prix unitaire de 13 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** ») qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Il est précisé que les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure de semi-centralisation bénéficieront de la prise en charge de leurs frais de courtage par l'Initiateur conformément aux termes et conditions décrits à la section 2.2 paragraphe (ii) du projet de note d'information établi par l'Initiateur.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 15 juillet 2013 de 936.428 actions Phenix Systems détenues par les principaux actionnaires et les dirigeants de la Société (le « **Bloc Majoritaire** »), soit :

- Messieurs Patrick Teulet et François Reymondet (les « **Fondateurs** ») ;
 - Monsieur Jean Marie Gaillard ;
 - Les fonds communs de placement dans l'innovation FCPI Innoveris IV, Innoveris V et Innoveris VII, représentés par leur société de gestion Viveris Management SAS (432 544 773 RCS Marseille), et la société Banque Populaire Création SAS (487 706 418 RCS Paris) (ensemble les « **Fonds** ») ;
- (ensemble les « **Cédants** »), représentant à la date d'acquisition 81.00% du capital et 84.19% des droits de vote (avant suppression des droits de vote double) (l'« **Acquisition** »), au prix le plus élevé de 13 euros par action Phenix Systems, dans les proportions suivantes :

Associé	Nombre d'actions	Actions en %	Nombre de droits de vote	Droits de vote en %
Patrick Teulet	155 100	13,42	155 100	11,17
François Reymondet	155 100	13,42	155 100	11,17
Jean Marie Gaillard	15 275	1,32	30 550	2,20
Innoveris IV	103 118	8,92	206 236	14,85
Innoveris V	196 672	17,01	196 672	14,16
Innoveris VII	196 671	17,01	196 671	14,16
Banque Populaire Création	114 492	9,90	228 984	16,49
Total Cédants	936.428	81,00	1 169 313	84,19

Les Cédants ne détiennent plus aucune action Phenix Systems à la date de dépôt du projet d'Offre.

L'Initiateur détient donc à ce jour directement 936.428 actions Phenix Systems, représentant 81,00% du capital et 81,67%¹ des droits de vote de Phenix Systems, après prise en compte de la perte des droits de vote doubles attachés aux actions cédées par les Cédants.

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire serait mis en œuvre, les actions Phenix Systems visées par l'Offre qui

¹ Sur la base de 1.146.615 droits de vote, exclusion faite des 9.408 droits de vote théoriques attachés aux actions 9.408 actions auto-détenues par Phenix Systems.

n'auraient pas été apportées à l'Offre seraient transférées à 3D Systems moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 13 euros par action, nette de tous frais.

Oddo Corporate Finance, société en commandite par actions dont le siège social est sis 12, boulevard de la Madeleine, 75440 Paris Cedex 09, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 317 665 289 (« **Oddo Corporate Finance** »), est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, à l'exception des 9.408 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec la société Portzamparc SA.

La durée de l'Offre sera de seize (16) jours de négociation.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 CIRCONSTANCES DE LA PRISE DE CONTRÔLE DE PHENIX SYSTEMS

3D Systems a été enregistrée le 2 avril 2001 et ses actions sont entièrement détenues, à la date de l'Offre, par 3D European Holdings Ltd., elle-même contrôlée indirectement par 3D Systems Corporation, une société enregistrée au Delaware, Etats-Unis, ayant son siège au 32 Loockemann Square, Suite L-100, Dover, County of Kent, au Delaware, 19901 Etats-Unis d'Amérique.

La stratégie de 3D Systems consiste à renforcer son portefeuille de technologies, compléter son offre de produits et services, et à étendre sa base de clients.

Dans ce contexte, à la suite de discussions relatives à la possible cession du contrôle de Phenix Systems, une société spécialisée dans la conception, la production et la vente de systèmes de fabrication rapide par frittage laser de poudres fines, 3D Systems et les Cédants ont conclu des accords de cession d'actions le 5 juin 2013 et le 11 juin 2013 (les « **Accords de Cession** ») dont le contenu est résumé à la section 1.3.1 du projet de note d'information.

Après réalisation des conditions suspensives incluses dans les Accords de Cession², l'Acquisition a été réalisée le 15 juillet 2013.

L'Initiateur ne détenait aucune action Phenix Systems préalablement à la réalisation de l'Acquisition et n'a acquis aucune action Phenix Systems, que ce soit sur le marché ou de gré à gré, postérieurement à cette date.

L'Initiateur détient, à la date du dépôt de l'Offre, 936.428 actions Phenix Systems, représentant 81.00% du capital et 81,67% des droits de vote³.

2.2. PRINCIPALES STIPULATIONS DES CONTRATS D'ACQUISITION

Aux termes des Contrats d'Acquisition signés les 5 (avec les Fondateurs) et 11 juin 2013 (avec les Fonds), l'Initiateur a acquis le 15 juillet 2013, 936.428 actions Phenix Systems au prix de 12 euros pour les Fonds (lesquels n'ont pas consenti de déclarations et de garanties au titre du contrat d'acquisition signé) d'une part, et au prix de 13 euros pour les Fondateurs (lesquels ont consenti des déclarations et garanties usuelles pour ce type de transaction) et Monsieur Gaillard, d'autre part.

Il est précisé que les contrats d'Acquisition ne contiennent aucune clause de complément de prix.

² Consistant principalement en l'acceptation de vente de leurs actions par tous les vendeurs, et en l'acceptation de l'acquisition par le Conseil d'Administration de 3D Systems.

³ Sur la base de 1.146.615 droits de vote réels, après prise en compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions acquises lors de l'acquisition, et exclusion faite des 9.408 droits de vote théoriques attachés aux actions 9.408 actions auto-détenues par Phenix Systems.

2.3. DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce :

- l'Initiateur a déclaré par courrier en date du 18 juillet 2013 à l'AMF, avoir franchi à la hausse, à titre individuel, le seuil légal de 50% du capital social et des droits de vote de Phenix Systems. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 19 juillet 2013 sous le numéro D&I 213C0998 ; et
- l'Initiateur a déclaré par courrier en date du 18 juillet 2013 à la Société, avoir franchi à la hausse, à titre individuel, les seuils légaux et statutaires de 5%, 10%, 15%, 20%, 30%, 33.33%, 50%, 66.66%, 70%, 75% et 80% du capital social et des droits de vote de Phenix Systems.

2.4 COMPOSITION DES ORGANES SOCIAUX ET DE DIRECTIONS

La composition du Conseil d'Administration de Phenix Systems a été modifiée le 15 juillet 2013 à la suite de la démission des trois administrateurs de la Société et leur remplacement par cooptation, afin de refléter le nouvel actionariat. Le Conseil d'administration est ainsi composé à présent de Monsieur Abraham Reichental, Monsieur Damon Gregoire et Monsieur Andrew Johnson. Le 15 juillet 2013, les fonctions de Président Directeur Général et de Directeur Général Délégué de Messieurs Teulet et Reymondet ont pris fin. Monsieur Abraham Reichental a été nommé Président du Conseil d'Administration, et Monsieur Ziad Abou a été nommé Directeur Général.

Monsieur Teulet sera employé par la Société en qualité de directeur des opérations.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 30 septembre 2013 pour examiner le projet d'Offre initié par 3D Systems visant les titres 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.

Etaient présents ou représentés Abraham Reichental, Andrew Johnson et Damon Gregoire.

Le Conseil d'Administration a pris connaissance de l'Offre qui pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après ensemble avec l'Offre l'« **Opération** ») initiée par la société 3D Systems et présentée par la société Oddo Corporate Finance, sur les actions de la société Phenix Systems.

Le Conseil d'Administration a également pris connaissance :

- du projet de note d'information présentant les conditions et modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire et les principales caractéristiques de l'Initiateur établi par l'Initiateur, qui comporte, notamment, les motifs et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- du rapport du cabinet Crowe Horwath - Horwath Audit France, représenté par Monsieur Olivier Grivilliers, agissant en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération ; et
- du projet de note en réponse à émettre par la Société.

Dans ce cadre, le Conseil d'Administration a relevé que :

- (i) l'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems en circulation non détenues, à la date du dépôt de l'Offre, par l'Initiateur, à l'exception des 9.408 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec la société Portzamparc SA. Sur la base du capital social de Phenix Systems à la date de la présente réunion, 210.187 actions sont donc visées par l'Offre et elles représentent environ 18,18% du capital et 18,33% des droits de vote de Phenix Systems ;
- (ii) le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'Opération est de 13 euros par action ;

- (iii) le prix de 13 euros par action extériorise une prime de 129,3 % sur le cours moyen pondéré 20 jours, de 119,6 % sur le cours moyen pondéré 60 jours, de 99,4 % sur le cours moyen pondéré 120 jours et de 135,9 % sur le cours moyen pondéré 250 jours au 12 juin 2013 ;
- (iv) l'expert indépendant a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation des actions Phenix Systems et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet de note d'information, a conclu au caractère équitable pour les actionnaires de Phenix Systems, du prix de 13 euros par action proposé par l'Initiateur ;
- (v) la prise de contrôle de Phenix Systems est basé sur un projet de développement de l'activité, ainsi elle ne devrait pas avoir d'impact négatif sur la politique d'emploi de Phenix Systems. Ainsi, l'Initiateur n'anticipe pas de changements concernant le personnel de la Société ni dans sa politique de ressources humaines.

En conséquence, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, a conclu que :

- les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, sont équitables pour les actionnaires de Phenix Systems, les évaluations réalisées par la société Oddo Corporate Finance, conseil de l'Initiateur, et par l'expert indépendant, faisant apparaître que les conditions de l'Offre et du Retrait Obligatoire assurent aux actionnaires minoritaires Phenix Systems une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et
- le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire sont conformes à l'intérêt de Phenix Systems, de ses actionnaires et de ses salariés.

En outre, dans la mesure où l'Opération représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de Phenix Systems de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, approuve le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire qui sera initié par l'Initiateur et recommande aux actionnaires de Phenix Systems d'apporter leurs actions à l'Offre.

Enfin, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, approuve le projet de note en réponse de la Société.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Phenix Systems et SB Project, une société contrôlée par Monsieur Reymondet, ont conclu un accord temporaire de prestation de services consistant à assister le nouveau management de la Société pour une période allant jusqu'au 31 octobre 2013, sauf à être résiliée plus tôt par Phenix Systems.

Phenix Systems et Monsieur Teulet ont conclu un contrat de travail à durée indéterminée par lequel Monsieur Teulet exercera la fonction de Directeur des opérations de Phenix Systems. Aux termes de ce contrat, Monsieur Teulet recevra le même salaire brut que précédemment à l'acquisition, sa part variable étant à présent dépendante de ses inventions pour la Société et des ventes qui y sont liées.

Messieurs Teulet et Reymondet se sont engagés à ne pas concurrencer la Société ni solliciter un employé de la Société, pendant une période de 12 mois suivant la fin de leurs fonctions comme employés de Phenix Systems

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

5.1 STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

Le capital de la Société est fixé à 1.156.023 euros. Il est divisé en 1.156.023 actions ordinaires, entièrement libérées et de même catégorie.

À la connaissance de l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de Phenix Systems sont répartis comme suit à la date de dépôt du présent projet de note d'information :

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote réels	En % des droits de vote réels	Nombre de droits de vote théoriques	En % des droits de vote théoriques ²
3D Systems	936.428	81.00%	936.428	81,67%	936.428	81.00%
Actions auto-détenues ¹	9.408	0,81%	0	0.00%	9.408	0,81%
Flottant	210.187	18,18%	210.187	18,33%	210.187	18,18%
Total	1.156.023	100%	1.146.615	100%	1.156.023	100%

Source : Société

(1) Actions auto-détenues par la société au 31 juillet 2013 dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec la société Portzamparc

(2) Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote conformément au 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

A la date de dépôt du projet de note en réponse, et à l'exception des actions de la Société ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

5.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

5.3. 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 de dépôt du projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué à la section 5.1 ci-dessus.

Conformément à l'article 9-3 des statuts de la Société relatif aux franchissements de seuil, « toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions ou de droits de vote représentant plus de l'un des seuils fixés par la loi doit respecter les obligations d'information prévues par celle-ci dans le délai imparti. La même information est également donnée lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils légaux. »

5.4. MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCES

Néant.

5.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A 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.

5.6. RÈGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA DIRECTION GÉNÉRALE AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

5.7. 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

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

5.8. ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES S'ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le Conseil d'Administration de la Société a procédé le 15 juillet 2013, conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, à la désignation du cabinet Crowe Horwath - Horwath Audit France, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant 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, le cabinet Crowe Horwath a rendu le rapport ci-après reproduit.



Horwath Audit France
Membre indépendant de Crowe Horwath International

Horwath Audit France
86, rue Anatole France
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 40 89 03 49
contact@horwath.fr
www.horwath.fr

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE
L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE PHENIX SYSTEMS
INITIEE PAR 3D SYSTEMS EUROPE LTD**

Siège social : 15 rue de la Baume - 75006 Paris
Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SARL au capital de 46 250 € - RCS Paris B 413 817 743 - Siret 41381774300029 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Audit | Commissariat aux comptes | Conseil | Expertise comptable

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération.....	2
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	2
1.1.1	Présentation de la société initiatrice.....	2
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre.....	2
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre.....	9
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	9
1.2.2	Termes de l'Offre.....	10
2	Présentation de l'expert indépendant.....	10
2.1	Présentation d'Horwath Audit France.....	10
2.1.1	Présentation générale.....	10
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes ».....	11
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois.....	12
2.3	Déclaration d'indépendance.....	12
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	12
2.5	Rémunération.....	13
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise.....	13
2.6.1	Programme de travail détaillé.....	13
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	14
2.6.3	Liste des personnes rencontrées.....	15
2.6.4	Informations utilisées.....	15
3	Éléments d'appréciation du prix proposé.....	16
3.1	Données structurant l'évaluation.....	17
3.1.1	Référentiel comptable.....	17
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	17
3.1.3	Endettement net ajusté.....	17
3.1.4	Business plan et périmètre.....	18
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	18
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	18
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).....	18
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	19
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	19
3.3.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la société.....	19

3.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	21
3.3.3	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	28
3.3.4	Méthode du cours de bourse	32
3.4	Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif	34
3.4.1	Méthode des transactions comparables	34
4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	38
4.1	Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions	38
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées :	38
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues :	39
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	43

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Horwath Audit France a été désigné par le Conseil d'administration de la société Phenix Systems le 15 juillet 2013 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE PHENIX SYSTEMS
INITIEE PAR 3D SYSTEMS EUROPE LTD**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Phenix Systems (ci-après « Phenix Systems »), 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 1° et 2° du règlement général de l'AMF en raison :

- de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'initiateur qui détient environ 81% du capital social ayant des représentants au Conseil d'administration de la cible,
- d'accords conclus par certains dirigeants et membres du conseil d'administration avec l'initiateur de l'Offre, 3D Systems ;

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 minoritaires de la société Phenix Systems dans le cadre de l'Offre s'établit à 13€ par action.

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 Phenix Systems 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 du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société 3D Systems Europe Ltd est une société enregistrée au Royaume-Uni sous le numéro 4192467 et dont le siège social se situe à Mark House, Mark Road, Hemel Hempstead, Hertfordshire, HP2 7UA, Royaume-Uni. 3D Systems Europe Ltd est contrôlée par le groupe 3D Systems.

Le groupe 3D Systems est un fournisseur leader de solutions d'impression 3D dont des imprimantes 3D, du matériel d'impression et de fabrication de pièces à la demande à l'intention de professionnels et des particuliers. La société fournit également des prestations de CAO, d'ingénierie inverse et des outils d'inspection et des imprimantes 3D pour les particuliers. Ses solutions intégrées remplacent et complètent les méthodes traditionnelles et réduisent le temps et le coût de conception de nouveaux produits par l'impression directe de pièces à partir de données numériques.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Phenix Systems est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 1.156.023 euros dont le siège social est situé au Parc Européen d'Entreprises, Rue Richard Wagner, 63200 RIOU, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont Ferrand, sous le numéro 432.209.617, et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0011065242.

1.1.2.1 Historique du groupe Phenix Systems

Créée en 2000, Phenix Systems est née de la volonté de ses fondateurs, François Reymondet et Patrick Teulet, de déployer la technologie de frittage laser dans l'industrie. Ce procédé a été développé dans les années 90 par une équipe de recherche de l'Ecole Nationale Supérieure de Céramique Industrielle (ci-après « ENSCI »). Une licence exclusive a ainsi été obtenue par Phenix Systems pour l'utilisation du procédé initial de l'ENSCI, ce procédé étant protégé par deux brevets.

Fort d'un effort de R&D¹ important, Phenix Systems parvient rapidement à transformer le concept initial et à mettre en place un modèle de commercialisation des équipements à destination de l'industrie. La société connaît ainsi ses premiers succès commerciaux par le lancement des systèmes PM100 et PM250 au cours de la période 2003 – 2004.

Face à ces débuts de commercialisation prometteurs et compte tenu du potentiel applicatif de la technologie de frittage laser, Phenix Systems décide en 2005 de développer une offre intégrée et de diversifier sa gamme de produits.

¹ R&D : Recherche et développement

En 2006, la société Sint-Tech, filiale à 100% de Phenix Systems, est créée. Son activité consiste à concevoir et à commercialiser des poudres pour le procédé Phenix Systems. Cette filiale permet à la société de se doter de matériaux de base conformes aux exigences des différents marchés cibles et donc d'élargir le potentiel applicatif des systèmes Phenix Systems. Forte de plusieurs certifications, Phenix Systems parvient ainsi à s'introduire sur le marché de la santé (prothèses dentaires).

En 2009-2010, Phenix Systems a renouvelé totalement sa gamme. La société propose ainsi des systèmes de capacités différentes, à des prix évolutifs et adaptés à ses marchés cibles.

En 2011, Phenix Systems s'introduit sur Alternext en levant 3,5m€. La société procède ensuite au rachat des deux brevets de l'ENSCI. La même année, la filiale AMT, basée à Chicago aux Etats-Unis, est créée afin de soutenir le développement commercial du Groupe sur les marchés internationaux et notamment le marché américain.

1.1.2.2 Activité du groupe Phenix Systems

Phenix Systems est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de fabrication rapide par ajout de matière couche par couche. Les pièces sont réalisées directement à partir de leur représentation en trois dimensions issues de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO). Chaque section représentative de la pièce est frittée laser en phase solide avec ou sans consolidation instantanée au point de fusion en fonction des matériaux utilisés. Ce procédé de fabrication, qui présente de nombreux avantages vis-à-vis des méthodes de fabrication traditionnelles, dispose d'un champ d'applications étendu.

Phenix Systems mène un effort de recherche et développement continu. Le Groupe possède onze brevets dont trois brevets sont en cours de dépôt. Ce catalogue de brevets et le savoir-faire très particulier de Phenix Systems sur l'utilisation de poudres fines ont permis au Groupe de devenir un acteur reconnu dans le domaine des équipements de production par ajout de matière. En effet, les avantages de la technologie de Phenix Systems dans la fabrication rapide de pièces métalliques ou en céramique sont les suivants :

- une meilleure qualité de la matière et des états de surface,
- une limitation du stress mécanique à l'intérieur de la pièce fabriquée,
- une augmentation de la finesse des détails,
- une réduction des supports de fabrication.

Les sources de revenu du Groupe se répartissent comme suit :

- Systèmes et outils logiciels :
Cette activité consiste en la conception, fabrication et commercialisation des machines de production à proprement parler. Ces systèmes permettent de fabriquer des pièces fonctionnelles à partir de poudres métalliques ou céramiques. La gamme, composée de 3 modèles (PXL², PXM³ et PXS⁴), s'adresse principalement au marché industriel (pneumatique, aéronautique, horlogerie/bijouterie notamment), les modèles PXM et PXS pouvant également être configuré de manière à fabriquer des

² Grand modèle

³ Modèle moyen

⁴ Petit Modèle

prothèses dentaires. Le prix unitaire des machines varie en fonction de leur taille et de leur capacité de production et est compris entre 150k€ (PXS) et 500k€ (PXL).

Complémentairement, Phenix Systems est active sur la conception, le développement et la commercialisation de logiciels de FAO (Fabrication Assistée par Ordinateur) qui permettent la programmation et le pilotage du procédé de fabrication.

En 2012, les ventes de systèmes et outils logiciels intégrés ont représenté 70% du chiffre d'affaires consolidé de Phenix Systems.

- **Matériaux :**

Cette activité consiste en la conception et l'approvisionnement de poudres dont la fabrication est sous-traitée. Phenix Systems propose une gamme de poudres non propriétaires (métalliques et céramiques) permettant de réaliser des pièces à forte valeur ajoutée.

Bien que les matériaux soient nécessaires au fonctionnement des machines Phenix Systems, le positionnement de Phenix Systems repose sur l'utilisation de poudres non propriétaires. En effet, le client n'a pas l'obligation de passer par le Groupe pour l'achat de sa poudre. Ce positionnement est censé permettre une meilleure pénétration de la technologie de Phenix Systems.

Sur le secteur dentaire, l'exigence de certifications qualités confère au Groupe une position dominante sur la fourniture de poudres spécifiques.

En 2012, les ventes de matériaux ont représenté 23% du chiffre d'affaires.

- **Services :**

Le Groupe propose des services d'assistance technique, de mise en place des machines, de maintenance, de fourniture de pièces de rechange, de services de formation et d'assistance téléphonique. En 2012, les ventes de prestations de services notamment la maintenance et la formation ont représenté 7% du chiffre d'affaires.

Grace à son positionnement et à sa technologie de pointe, le Groupe a réussi à se développer à l'international. Sur l'exercice 2012, les ventes à l'international ont représenté environ 61% du chiffre d'affaires du Groupe dont 75% hors zone euro (notamment sur le marché américain).

Le développement de l'activité est cependant resté en deçà des attentes de Phenix Systems comme le souligne l'analyse des performances financières historiques effectuée ci-après.

1.1.2.3 Performance financière historique

En k€	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12
Chiffre d'affaires	4 340	5 902	3 996	3 802
% de croissance du CA		36%	-32%	-5%
EBITDA ¹	742	1 037	-159	-1 281
en % du CA	17,1%	17,6%	-4,0%	-33,7%
Dotation aux amortissements	-315	-294	-487	-743
en % du CA	-7,3%	-5,0%	-12,2%	-19,5%
Résultat d'exploitation (EBIT ²)	427	743	-646	-2 021
en % du CA	9,8%	12,6%	-16,2%	-53,2%
Résultat net	442	594	-302	-1 891
en % du CA	10,2%	10,1%	-7,5%	-49,7%

¹ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations

² EBIT : Earnings Before Interest and Taxes

Chiffre d'affaires

Depuis sa création et jusqu'en 2010, la société a connu une période de croissance importante. Le taux de croissance moyen annuel de son chiffre d'affaires sur la période 2005 – 2010 ressort ainsi environ à 21%.

Après cette période de croissance, le chiffre d'affaires a connu une baisse de 32% et de 5% respectivement sur les exercices 2011 et 2012. Cette baisse s'explique par un attentisme marqué de la part des industriels et du secteur dentaire dans un contexte économique dégradé.

Le chiffre d'affaires de Phenix Systems sur les quatre dernières années se répartit comme suit :

En k€	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12
Nombre de systèmes vendus	12	14	12	9
Prix moyen (en k€)	303	330	264	293
Ventes de produits	3 633	4 623	3 163	2 641
% de croissance		27%	-32%	-16%
% du C.A	84%	78%	79%	70%
Ventes de marchandises (poudre)	525	841	497	884
% de croissance		60%	-41%	78%
% du C.A	12%	14%	12%	23%
Ventes de services	182	438	336	278
% de croissance		141%	-23%	-17%
% du C.A	4%	7%	8%	7%
Chiffres d'affaires	4 340	5 902	3 996	3 802
% de croissance du CA		36%	-32%	-5%

Le chiffre d'affaires s'élève à 3,8m€ fin 2012 contre 4,3m€ fin 2009.

Les ventes de produits (systèmes et logiciels) qui représentent 70% du chiffre d'affaires en 2012 contre 84% en 2009 ont vu leur poids dans le chiffre d'affaires total baisser au profit des ventes de marchandises (poudre) et de services (maintenance, assistance technique, etc...) qui représentent respectivement 23% et 7% du chiffre d'affaires total en 2012 contre 12% et 4% en 2009.

La baisse du chiffre d'affaires de la vente de produits sur la période observée (2,6m€ en 2012 contre 3,6m€ en 2009) s'explique par la conjugaison d'un effet volume et d'un effet prix.

Les volumes vendus ont diminué sur la période observée. En 2012, neuf machines ont été vendues dont quatre PXL contre douze machines en 2009 et 2011.

Les prix unitaires moyens sont aussi en diminution sur la période et s'élève à 293k€ en 2012 contre 303k€ en 2009. Cette baisse s'explique par l'évolution de la demande plus portée sur les petits modèles (PXS).

Le niveau de ventes de poudres (marchandises) est en partie dépendant de la base installée de machines. L'évolution du poids des ventes de poudre s'explique principalement par la croissance du poids de l'activité réalisé sur le marché des prothèses dentaires en 2012, la fabrication de ces produits nécessitant une quantité de poudre plus importante.

Les ventes de services consistent principalement en des prestations de maintenance et de formation. La hausse de l'activité services relativement au chiffre d'affaires entre 2009 et 2012 résulte de l'accroissement des services proposés au client suite à la vente de machines.

La diminution du chiffre d'affaires sur la période observée s'explique essentiellement, en synthèse, par la baisse du chiffre d'affaires issu de la vente de produits qui représente l'essentiel du chiffre d'affaires de Phenix Systems.

EBITDA

L'EBITDA a augmenté légèrement entre 2009 et 2010 passant ainsi de 0,7m€ à 1,0m€, compte tenu de la croissance de l'activité (hausse du chiffre d'affaires et de la production stockée sur la période) et d'une relative maîtrise des charges.

Par la suite, l'EBITDA s'est progressivement dégradé s'élevant à -0,2m€ (-4,0% du chiffre d'affaires) en 2011 et -1,3m€ (-33,7% du chiffre d'affaires) en 2012. Cette évolution résulte essentiellement de la hausse des charges de personnel en valeur absolue et en valeur relative (elles représentaient environ 36% du chiffre d'affaires en 2009 et 2010 contre 67% en 2012) en dépit de la baisse du chiffre d'affaires.

En effet, suite à la levée de fonds en 2011 lors de son introduction sur Alternext, le Groupe a poursuivi sa politique de développement commercial. Cette politique s'est traduite notamment par l'augmentation des effectifs du Groupe qui sont passés de 32 à 47 entre 2009 et 2012 impliquant une hausse des charges de personnel, par la création de la filiale AMT aux Etats Unis.

La baisse du niveau d'EBITDA s'explique donc par la baisse et la faiblesse du chiffre d'affaires qui n'a pas permis d'absorber la structure de coûts de Phenix Systems notamment en terme d'effectifs rattachés à la production, à la recherche et aux fonctions centrales.

Résultat d'exploitation (EBIT)

Le résultat d'exploitation a augmenté d'environ 0,3m€ entre 2009 et 2010 passant de 0,4m€ (9,8% du chiffre d'affaires) à 0,7m€ (12,6% du chiffre d'affaires). Cette évolution est en ligne avec la hausse de l'EBITDA.

A partir de 2011, le résultat d'exploitation est devenu négatif. Il atteint -0,6m€ (-16,2% du CA) en 2011 et -2,0m€ (-53,2% du CA) en 2012.

La baisse de l'EBIT sur la période 2010-2012 est corrélée à celle de l'EBITDA. Elle est même plus importante eu égard à la politique d'investissement ambitieuse du groupe depuis son introduction en bourse qui a généré des dotations aux amortissements élevées.

Résultat net

Le résultat net fait apparaître une perte de 1,9m€ en 2012 contre un bénéfice de 0,4m€ en 2009.

L'évolution du résultat net découle des évolutions décrites précédemment mais également du montant de crédit impôt recherche (ci-après « CIR ») que Phenix Systems génère. En effet, le Groupe réalise des projets de recherche éligible au CIR. Celui-ci a permis d'atténuer légèrement les pertes d'exploitation.

1.1.2.4 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

En k€	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Immobilisations incorporelles	1 316	1 791	1 837
Immobilisations corporelles	642	1 060	1 396
Actif immobilisé (hors immo fin.)	1 957	2 851	3 233
Besoin en fonds de roulement	2 261	3 763	3 650
Actif d'exploitation	4 218	6 614	6 883
Immobilisations financières (dépôts et cautionnements)	49	117	116
Autres actifs (impôts différés)	22	440	435
Actif économique	4 289	7 171	7 433
Capitaux propres	2 425	6 100	4 199
Dette nette (+) / Trésorerie nette (-)	1 823	992	3 155
Provision pour risques (IDR)	42	79	79
Dette nette	1 865	1 071	3 234
Capitaux investis	4 289	7 171	7 433

Source: Rapports annuels - Phenix Systems

L'actif économique s'élève à 7,4m€ fin 2012 contre 4,3m€ fin 2010. L'accroissement de l'actif économique résulte essentiellement de la hausse observée entre 2010 et 2011. L'actif immobilisé est essentiellement composé des frais de recherche et développement activés ainsi que du matériel industriel nécessaire à la fabrication des machines.

L'année 2011 a en effet été marquée par des investissements incluant l'acquisition de matériels et outillages correspondant principalement aux biens fabriqués et livrés à la filiale américaine (AMT) et par l'augmentation des immobilisations en cours s'apparentant à des frais de développement relatifs à des projets en cours. Ces investissements ont impacté à la fois les immobilisations corporelles et incorporelles.

L'augmentation de l'actif économique sur l'exercice 2011 s'explique aussi par une augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (ci-après dénommée « BFR ») que nous décrivons dans le paragraphe suivant.

Les fonds propres s'élèvent à 4,2m€ fin 2012 contre 2,4m€ fin 2010. L'évolution des fonds propres résulte de l'augmentation de capital réalisée suite à l'introduction en bourse courant 2011 et des pertes respectives de 0,3m€ et 1,9m€ réalisées en 2011 et 2012.

La dette nette s'établit, au 31 décembre 2012, à 3,2m€ contre 1,9m€ fin 2010. Cette hausse s'explique principalement par la souscription au cours de l'exercice 2012 de nouveaux emprunts.

La structure financière de la société Phenix Systems s'est dégradée en 2012 mais reste saine.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

En k€	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Actifs circulants			
Stock et en cours	3 183	3 190	3 338
<i>En jours de CA</i>	<i>197 jours</i>	<i>291 jours</i>	<i>320 jours</i>
Clients et comptes rattachés	373	1 641	1 378
<i>En jours de CA</i>	<i>23 jours</i>	<i>150 jours</i>	<i>132 jours</i>
Autres actifs courants	354	618	442
<i>En jours de CA</i>	<i>22 jours</i>	<i>56 jours</i>	<i>42 jours</i>
	3 911	5 450	5 158
Passifs circulants			
Fournisseurs et autres créditeurs	-1 143	-725	-573
<i>En jours de CA</i>	<i>-71 jours</i>	<i>-66 jours</i>	<i>-55 jours</i>
Dettes d'impôt	0	0	0
Dettes fiscales et sociales	-481	-590	-493
Fournisseurs d'immobilisations	0	-359	-120
Produits constatés d'avance	-25	-6	-281
Autres passifs courants	0	-7	-41
BFR	2 261	3 763	3 650
Chiffre d'affaires HT	5 902	3 996	3 802
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires HT</i>	<i>140j</i>	<i>344j</i>	<i>350j</i>
BFR en % du chiffre d'affaires HT	38%	94%	96%

La société dégage structurellement un BFR relativement important sur la période observée. Ce besoin s'explique essentiellement par la longue durée du cycle de production (environ 180 jours).

Fin 2012, le BFR représentait 350 jours de chiffre d'affaires (soit 96% du chiffre d'affaires HT⁵) contre 140 jours (38% du chiffre d'affaires HT) fin 2010.

An regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la hausse de celui-ci s'explique essentiellement par l'augmentation des créances clients et des stocks et en cours de production.

Les délais de règlement clients sont passés de 23 jours de chiffre d'affaires en décembre 2010 à 132 jours en décembre 2012. Le niveau important de créances clients à fin 2011 et 2012 résulte d'une activité habituellement concentrée et décalée sur la deuxième partie de l'année. Les créances clients à fin 2010 mettent en exergue une situation inverse dans la mesure où la majeure partie du chiffre d'affaires a été enregistré au cours du premier semestre 2010. Selon le management, la situation de 2010 reste atypique et le délai de règlement normatif est plus proche de celui observé en 2011 et 2012.

Les stocks se composent essentiellement d'en cours de production, le cycle de production pouvant varier de 4 à 6 mois en fonction de la machine fabriquée. Cette augmentation relativement au chiffre d'affaires s'explique à la fois par l'anticipation d'une activité soutenue en 2011 et 2012 et le démarrage du processus de production de machines n'ayant pas fait l'objet de commande préalable. La combinaison de ces deux éléments a eu pour effet un niveau de stock plus important que celui qui avait été anticipé.

⁵ Hors taxes

Il est à noter également que le délai de règlement des fournisseurs a dans le même temps diminué et s'élève à 55 jours en décembre 2012 contre 71 jours de chiffre d'affaires en décembre 2010, cette évolution ayant un impact négatif sur le BFR.

Le BFR de la société est donc en hausse sur la période observée, son évolution étant la conséquence des éléments décrits ci-avant et notamment à la hausse des stocks et en cours.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

La stratégie du groupe 3D Systems consiste à renforcer son portefeuille de technologies, compléter son offre de produits et services et étendre sa base de clients. Dans ce contexte, 3D Systems a conclu des accords de cession portant sur 936.428 actions Phenix Systems détenues par les principaux actionnaires et les dirigeants de la société, soit :

- Messieurs Patrick Teulet et François Reymondet (les « Fondateurs »);
- Monsieur Jean Marie Gaillard
- Les fonds commun de placement dans l'innovation FCPI Innoveris IV, Innoveris V et Innoveris VII, représentés par leur société de gestion Viveris Management SAS (432 544 773 RCS Marseille), et la société Banque Populaire Création SAS (487 706 418 RCS Paris) (les « Investisseurs »).

Ces acquisitions ont été réalisées le 15 juillet 2013. La répartition du capital de la société Phenix Systems à cette date était la suivante :

Actionnaire	Nb d'actions détenues	% du capital
Patrick Teulet	155 100	13,42%
François Reymondet	155 100	13,42%
Jean Marie Gaillard	15 275	1,32%
FCPI Innoveris IV	103 118	8,92%
FCPI Innoveris V	196 672	17,01%
FCPI Innoveris VII	196 671	17,01%
Banque Populaire Création	114 492	9,90%
Flottant	210 187	18,18%
Autodétention	9 408	0,81%
Total	1 156 023	100%

Source : note d'opération

3D Systems détient suite à cette acquisition 81,00% du capital et 81,67% des droits de vote de la société, après prise en compte de la perte des droits de vote doubles attachés aux actions cédées.

3D Systems a ainsi franchi à la hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 70%, 75% et 80% en capital et en droit de vote de Phenix Systems et est soumise à l'obligation de déposer une Offre publique d'achat simplifiée visant l'intégralité des titres de la société.

Cette Offre s'inscrit dans ce contexte. En application de l'article L. 433-4 III et V du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de Phenix Systems ne représenteraient, à l'issue de l'Offre, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Phenix Systems, 3D Systems a l'intention de mettre en œuvre, une procédure de retrait obligatoire et de solliciter la radiation des actions Phenix Systems du marché Alternext. En revanche, à la date de dépôt de la note d'information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de Phenix Systems avec 3D Systems Europe Ltd.

3D Systems n'entend pas changer significativement les activités de Phenix Systems au cours des 12 prochains mois. En coopération avec le management de Phenix Systems, 3D Systems a l'intention de :

- Soutenir les capacités d'innovation de Phenix Systems ;
- Renforcer l'offre actuelle de Phenix Systems par l'ajout des technologies présentes au portefeuille de 3D Systems ;
- Etendre la portée internationale de l'offre technologique de Phenix Systems.

3D Systems et Phenix Systems étudieront ensemble, dans le cadre du développement futur de la société, la possibilité de mettre en œuvre des synergies liées à leur rapprochement. A la date de rédaction du présent rapport, 3D Systems 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 du présent rapport, 3D Systems Europe Ltd détient 936.428 actions Phenix Systems, représentant 81,00% du capital social et 81,67% des droits de vote de la Société, après prise en compte de la perte des droits de vote doubles attachés aux actions cédées.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems en circulation non détenues par 3D Systems, à l'exception des 9.408 actions auto-détenues, ce qui représentera à la date du présent rapport 210.187 actions Phenix Systems moyennant le versement de 13€ par action.

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 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'Achat portant sur les actions et bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes d'Aedian initiée par Aubay (juillet 2013) ;
- 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).

Par ailleurs, le cabinet Horwath Audit France est en cours de réalisation de la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Nexeya initiée par AC2013-1 SAS.

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 de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la société Phenix Systems 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 44.000€, hors taxes et hors frais.

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

2.6.1 Programme de travail détaillé

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 de Phenix Systems et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Phenix Systems ;
- 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 retenues et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues :

Méthode des flux de trésorerie actualisés

- construction des flux de trésorerie disponibles,
- détermination d'un taux d'actualisation,
- valorisation de l'action Phenix Systems,
- 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 Phenix Systems,
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables,
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse,
- évaluation de Phenix Systems par analogie en fonction des multiples obtenus.

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 du contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 11 juin 2013 entre FCPI Innoveris IV, V et VII, Banque Populaire Création d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part,
- analyse du contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 5 juin 2013 entre M. Patrick Teulet et M. François Reymondet d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part,
- analyse de la lettre d'instruction relative à l'accord de cession d'actions conclu entre Jean-Marie Gaillard et 3D Systems Europe Ltd en date du 15 juillet 2013.

Méthode des transactions comparables

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Phenix Systems,
- 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 de Phenix Systems par analogie en fonction des multiples constatés lors de ces transactions.

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 de Phenix Systems

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Phenix Systems a désigné Horwath Audit France en qualité d'expert indépendant le 15 juillet 2013.

Notre mission s'est déroulée du 15 juillet au 17 septembre 2013. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 15 au 19 juillet 2013 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société et ses conseils.
- du 19 au 31 juillet 2013 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction générale et financière de Phenix Systems,
- du 31 juillet au 16 septembre 2013 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, analyse de la transaction récente intervenue sur le titre, travaux de valorisation. Réunion avec la direction générale et financière de Phenix Systems et l'établissement présentateur.
- du 16 au 30 septembre 2013 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Phenix Systems (Société cible)

- M. François Reymondet, Président Directeur Général

Oddo (Etablissement présentateur)

- M. Olivier Guignon, Gérant
- M. Romain Attard, Associate
- M. Romain Ellul, Analyste

K&L Gates LLP (Avocat)

- Mme. Olivia Lè Horovitz
- M. Stanley Gehy

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 Phenix Systems, notamment sur son site internet,
- les rapports annuels 2012 et 2011 incluant les états financiers de Phenix Systems au 31 décembre 2011 et 2012 certifiés par les commissaires aux comptes,
- les comptes sociaux semestriels des entités du groupe Phenix Systems au 30 juin 2013 non arrêtés et non audités,

- les informations fournies par la société et ses conseils et notamment le business plan prévisionnel 2013 – 2014 de la société établi par la direction générale de Phenix Systems,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Six financial information*, *Zephyr*, *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 de Phenix Systems,
- les notes d'analyse de Portzamparc, analyste suivant la valeur Phenix Systems.
- 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.
- le contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 11 juin 2013 entre FCPI Innoveris IV, V et VII, Banque Populaire Création d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part,
- le contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 5 juin 2013 entre M. Patrick Teulet et M. François Reymondet d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part,
- la lettre d'instruction relative à l'accord de cession d'actions conclu entre Jean-Marie Gaillard et 3D Systems Europe Ltd en date du 15 juillet 2013 ;
- l'accord de prestation de services conclu entre Phenix Systems et SB Project, une société contrôlée par François Reymondet ;
- le projet de contrat de travail à durée indéterminée conclu entre Phenix Systems et Monsieur Teulet, par lequel ce dernier exercera la fonction de directeur des opérations de Phenix Systems.

3 Eléments d'appréciation du prix proposé

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 du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur Alternext, la société a pris l'option de ne pas publier des comptes sous les normes IFRS. La société applique donc les normes comptables françaises notamment le CRC-99-02 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 31 décembre 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 1.156 milliers d'actions. La société détenant 9 milliers d'actions en autocontrôle au 30 juin 2013 au sein d'un contrat de liquidité, il a été retenu comme référence 1.147 milliers d'actions.

3.1.3 Endettement net ajusté

L'endettement net consolidé de Phenix Systems, retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la dette financière nette de Phenix Systems estimée sur la base des comptes sociaux non arrêtés et non audités des entités du groupe Phenix Systems au 30 juin 2013 et des informations du management soit 2,53m€.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 juin 2013, ces engagements sont estimés à 0,08m€.

Nous avons également intégré à la trésorerie nette les économies d'impôts liées aux déficits reportables pour 0,86m€ au 30 juin 2013, celles-ci n'ayant pas été en conséquence valorisées dans les flux. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels au regard de la réglementation fiscale. La valeur de 0,86m€ correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

La dette nette n'a pas été retraitée des intérêts minoritaires, ceux-ci étant inexistantes au sein du groupe Phenix Systems.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » de 1,75m€.

libellé	montant en m€
Trésorerie et équivalent de trésorerie	-0,49
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	2,65
Emprunt Crédit bail	0,37
Dette financière nette	2,53
Provisions pour engagement de retraite	0,08
Actifs hors exploitation	-0,86
Dette nette ajustée	1,75

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Phenix Systems sur une durée de 2 ans (exercices clos du 31 décembre 2013 au 31 décembre 2014).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de niveau de ventes des produits et services par Phenix Systems : Systèmes et logiciels, poudres et services annexes (maintenance, formation,...),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires),
- 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 prévisions du management se limitant à l'horizon 2014, nous avons, après différents échanges avec le management, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'en 2017.

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 de Phenix Systems. 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 31 décembre 2012 s'élève à 4,2m€, soit une valeur de 3,66€ par action⁶.

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.

⁶ Sur la base du nombre total d'actions diminué de l'auto-détention au 30 juin 2013 tel qu'explicité dans la partie 3.1.2 du présent rapport

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 de Phenix Systems 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, Phenix Systems n'a pas distribué de dividendes et n'a pas défini de politique particulière de distribution de dividende permettant d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés.

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

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- transactions récentes intervenues 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 du cours de bourse.

3.3.1 Transactions récentes intervenues 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 de Phenix Systems.

3.3.1.1 Modalités d'acquisition du bloc de contrôle

Le 5 juin 2013, les fondateurs de la société Phenix Systems, Monsieur Patrick Tenlet et Mr. François Reymondet, ont signé un contrat de cession portant sur l'ensemble des actions Phenix Systems qu'ils détiennent, soit 310.200 actions (26,8% du capital), au bénéfice de la société 3D Systems Europe Ltd. Le prix de cession prévu par le contrat s'élève à 13€ par action Phenix Systems.

Le 11 juin 2013, FCPI Innoveris IV, FCPI Innoveris V, FCPI Innoveris VII et SAS Banque Populaire Création (actionnaires historiques de Phenix Systems) ont signé un contrat de cession portant sur l'ensemble des actions Phenix Systems qu'ils détiennent, soit 610.953 actions (52,8% du capital), au bénéfice de la société 3D Systems Europe Ltd. Le prix de cession prévu par le contrat s'élève à 12€ par action Phenix Systems.

Le 15 juillet 2013, Jean-Marie Gaillard et 3D Systems Europe Ltd ont conclu, au travers d'une lettre d'instruction signée, un accord de cession portant sur la totalité des actions Phenix Systems détenus par Jean-Marie Gaillard, soit 15.275 actions (1,32% du capital), au bénéfice de la société 3D Systems Europe Ltd. Le prix de cession prévu par l'accord s'élève à 13€ par action Phenix Systems.

Toutes ces acquisitions ont été réalisées en date du 15 juillet 2013 et constituent une référence significative car elles portent sur une part importante du capital de Phenix Systems, les 936.428 titres cédés représentant 81% du capital.

A l'issue de ces transactions, le capital de la société Phenix Systems est réparti de la façon suivante :

Composition de l'actionariat	Nb d'actions détenues	% du capital
3D Systems	936 428	81,0%
Flottant	210 187	18,2%
Autodétention	9 408	0,8%
Total	1 156 023	100%

Source : Note d'opération

Les transactions décrites ci-dessus ont été effectuées pour des prix différents. Le récapitulatif des prix et des primes offertes par l'Offre sont présentés comme suit :

Actionnaires Cédants	% du capital	Prix de cession	Prime offerte
Fondateurs (Mr. Teulet et Mr. Reymondet)	26,8%	13 €	0,0%
Jean-Marie Gaillard	1,3%	13 €	0,0%
Investisseurs (FCPI Innoveris IV, V et VII et Banque Populaire Création)	52,8%	12 €	8,3%

Le prix d'Offre présente une prime de 8,3% par rapport à la transaction conclue entre 3D Systems et les investisseurs. Le prix d'Offre est égal au prix des transactions conclues entre 3D Systems et les fondateurs de Phenix Systems et entre 3D Systems et Jean-Marie Gaillard.

3.3.1.2 Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Nous avons analysé :

- le contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 11 juin 2013 entre FCPI Innoveris IV, V et VII, Banque Populaire Création d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part ;

- le contrat de cession des actions Phenix Systems signé le 5 juin 2013 entre M. Patrick Teulet et M. François Reymondet d'une part et 3D Systems Europe Ltd d'autre part ;
- la lettre d'instruction relative à l'accord de cession d'actions conclu entre Jean-Marie Gaillard et 3D Systems Europe Ltd adressée à Oddo Corporate Finance en date du 15 juillet 2013 ;
- l'accord temporaire de prestation de services conclu entre Phenix Systems et SB Project, une société contrôlée par M. François Reymondet ;
- le projet de contrat de travail à durée indéterminée conclu entre Phenix Systems et Monsieur Teulet.

3.3.1.3 Conclusion sur l'analyse des transactions

Les transactions analysées sont concomitantes au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Phenix Systems.

La valeur retenue pour les actions cédées par les fondateurs Patrick Teulet et François Reymondet d'une part, et par Jean-Marie Gaillard d'autre part, s'élève à 13€ et correspond au prix d'Offre.

La valeur retenue dans le cadre de la cession des actions détenues par les investisseurs FCPI Innoveris IV, V et VII, Banque Populaire Création s'élève à 12€ et se situe en deçà du prix d'Offre.

Phenix Systems et SB Project ont conclu un accord temporaire de prestations de services conclu qui consiste à assister le nouveau management de Phenix Systems pour une période allant jusqu'au 31 octobre 2013, sauf à être résilié plus tôt par Phenix Systems.

Phenix Systems et Monsieur Teulet ont conclu un projet de contrat de travail à durée indéterminée par lequel Monsieur Teulet exercera la fonction de directeur des opérations de Phenix Systems. Aux termes de ce contrat, Monsieur Teulet recevra le même salaire brut que précédemment à l'acquisition, sa part variable étant à présent dépendante de nouvelles inventions qui auront été classées par la société comme des inventions de mission brevetable.

L'examen de ces transactions et des accords connexes ne font pas apparaître d'éléments qui remettraient 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 construit par le management de Phenix Systems et ajusté et extrapolé en concertation avec la direction de la société.

3.3.2.2 Analyse du business plan de Phenix Systems

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par le Groupe Phenix Systems.

Dans son rapport de gestion sur les comptes de l'exercice 2012, la société a communiqué sur les perspectives de l'année 2013 en faisant état d'un chiffre d'affaires prévisionnel pour le premier semestre de 3m€, soit un chiffre d'affaires représentant 5 fois le chiffre d'affaires du premier semestre 2012. Sur la base des informations qui nous ont été communiquées par la direction de Phenix Systems, les revenus de Phenix Systems sur l'ensemble de l'exercice 2013 seraient en hausse de 93% environ.

Cette hausse importante serait le résultat :

- d'une part, d'un effet de base important due à la reprise des commandes après le décalage des commandes d'investissement induit de l'attentisme des acteurs du secteur industriel en 2011 et 2012 notamment en Europe,
- et d'autre part, du succès du développement commercial de la société à l'international et notamment aux Etats Unis. En effet, les ventes de systèmes aux Etats Unis représenteraient 63% du chiffre d'affaires systèmes du Groupe en 2013.

Pour l'exercice 2014, le business plan anticipe une croissance d'environ 30% avec un mix produit intégrant principalement une hausse des ventes des machines PXL de plus grande capacité et vendues à des prix plus élevés. Cette hausse des ventes est basée notamment sur une croissance importante en Europe et une stabilité des commandes aux Etats Unis.

Phenix Systems étant positionnée sur un secteur en croissance, l'activité n'est donc pas considérée comme étant à maturité en 2014. Les prévisions de croissance sur les années 2015, 2016 et 2017 ont été réalisées en concertation avec le management et intègrent des croissances respectives de 15%, 10% et 5%.

Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA est en forte hausse sur la durée du business plan et devrait atteindre 2m€ à l'horizon 2014 soit environ 20% du chiffre d'affaires.

Cette hausse résulte d'une augmentation de la marge brute et d'une maîtrise des charges de personnel qui augmentent légèrement en valeur absolue mais diminuent fortement en valeur relative.

Les charges de personnel représenteraient ainsi 28% du chiffre d'affaires à l'horizon 2014 contre 67% en 2012.

Les charges de personnel se répartissent entre la recherche et développement, la production et l'administratif. La société n'ayant pas fait l'objet de plan de restructuration, les effectifs actuels permettent d'accompagner la société dans sa croissance et seul l'embauche de personnel productifs est prévu et nécessaire pour augmenter le chiffre d'affaires.

Sur la période extrapolée (2015-2017), nous avons considéré une légère augmentation de l'EBITDA en valeur relative. Celui-ci représente ainsi à l'horizon explicite 22% du chiffre d'affaires et correspond au niveau attendu par la société si celle-ci réalise ses objectifs de développement.

Le taux de marge est par ailleurs cohérent avec celui des sociétés comparables retenues dans la méthode des comparables boursiers qui sont plus matures que Phenix Systems et dont les taux de marge moyens s'établissent respectivement à 20% et 21% en 2013 et 2014.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT est en hausse sur le plan d'affaires et la période extrapolée. Il atteint environ 13% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires (2014) et 15% à l'horizon extrapolée (2017).

Cette augmentation est en ligne avec la hausse de l'EBITDA. Le niveau de l'EBIT à l'horizon extrapolé est par ailleurs aussi en ligne avec celui des sociétés comparables retenues.

Impôt normatif

Un impôt normatif de 34,43% a été appliqué sur le résultat d'exploitation avant impact du crédit impôt recherche.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements se composent de la production immobilisée et des acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles.

Les investissements prévus dans le plan d'affaires sont en lien avec les perspectives de développement et l'amélioration de l'outil productif de Phenix Systems.

Ils devraient s'élever à 11% du chiffre d'affaires sur la durée du business plan (2013-2014) suite à l'immobilisation d'un prototype puis tendre vers 7% du chiffre d'affaires à l'horizon normatif (2017), la production immobilisée et les acquisitions d'immobilisations restant stable en valeur par la suite sur la période d'extrapolation du business plan.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

Selon nos calculs la rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 12% à l'horizon du business plan (2017) contre 7% en 2013. 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).

Sur la période historique, celle-ci est par ailleurs restée négative.

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.

Suite au niveau exceptionnellement élevé du BFR en 2011 et 2012, le Groupe anticipe un retour du niveau de BFR à niveau normal soutenu par une amélioration de l'efficacité opérationnelle accompagnant l'augmentation du chiffre d'affaires. Le BFR devrait ainsi baisser significativement. Il représenterait ainsi environ 300 jours et 264 jours de chiffre d'affaires respectivement à fin 2013 et fin 2014.

Sur l'horizon explicite (2015-2017), nous avons considéré, en concertation avec le management une légère diminution du BFR qui atteint 240 jours à l'horizon 2017. Ce niveau reste relativement élevé mais reste proche du cycle minimum de production des machines.

Conclusion

Les hypothèses du plan d'affaires au vu des performances historiques est volontariste. Il se base sur un fort développement du chiffre d'affaires. Les ratios financiers observés à l'horizon du plan d'affaires (EBIT, rentabilité des capitaux) sont proches des sociétés matures dans des secteurs d'activité proches qui ont réussi leur développement, ce qui reste à confirmer pour Phenix Systems.

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 2013-2014 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2015-2017, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBITDA
- Impôt normatif
+ Crédit d'impôt recherche
- Investissements nets des cessions d'actifs
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} juillet 2013 qui coïncide avec la date à laquelle la dette nette a été retenue.

3.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

3.3.2.4.1 Approche court terme

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	2,51%
Prime de risque du marché	(2)	7,1%
Bêta désendetté	(3)	1,05
D/E	(4)	38%
Bêta réendetté		1,31
Prime de risque spécifique	(5)	3,4%
Coût des fonds propres	(6)	15,2%
Coût de la dette avant impôt	(7)	3,4%
Taux d'impôt		34,4%
Coût de la dette après impôt		2,26%
D / (D+E)	(8)	28%
E / (D+E)	(8)	72%
Coût moyen pondéré du capital		11,6%

(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 16 septembre 2013
 (2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (septembre 2013)
 (3) Bêta comparables désendetté 5 ans
 (4) Gearing société au 30/06/2013
 (5) Ibbotson
 (6) Formule du MEDAF
 (7) Coût de la dette de la société au 30/06/13
 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 11,6%, et se base sur les hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 16 septembre 2013 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 2,51% ;
- une prime de risque du marché action France de 7,1% calculée par Damodaran en septembre 2013 ;
- 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 1,05 retenu a été calculé d'après la moyenne des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2) inférieur à 10% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés 3D Systems, Renishaw, Lectra et Dassault Systèmes. Il est composé d'un échantillon plus large et légèrement différent de celui retenu dans la méthode des comparables boursiers en raison de R^2 parfois faibles observés dans l'échantillon ;
- 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 de Phenix Systems;

- Le coût de la dette après impôt de 2,26% correspond au coût de la dette de la société au 30 juin 2013, calculé sur la base des informations communiquées par la société.
- Le gearing de 38% correspondant au gearing de la société au 30 juin 2013.

3.3.2.4.2 Approche long terme

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	2,51%	(1)	3,52%
Prime de risque du marché	7,1%	(2)	5,85%
Bêta désendetté	1,05	(3)	1,05
D/E	38%	(4)	38%
Bêta réendetté	1,31		1,31
Prime de risque spécifique	3,4%	(5)	3,4%
Coût des fonds propres	15,2%	(6)	14,6%
Coût de la dette avant impôt	3,45%	(7)	3,45%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%
Coût de la dette après impôt	2,26%		2,26%
D/(D+E)	28%	(8)	28%
E/(D+E)	72%	(8)	72%
Coût moyen pondéré du capital	11,6%		11,2%

(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans
 (2) Prime de risque historique
 (3) Bêta comparables désendetté 5 ans
 (4) Gearing société au 30/06/2013
 (5) Ibbotson
 (6) Formule du MEDAF
 (7) Coût de la dette de la société au 30/06/13
 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (3,52%) au 16 septembre 2013,
- 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-Marsh-Staunton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsh-Staunton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Staunton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 1,05 et correspond à la moyenne de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données),
- Le coût de la dette n'a pas été modifié à la hausse sachant qu'il aurait pu être considéré un coût plus élevé sur le long terme.

3.3.2.4.3 Conclusion sur le taux d'actualisation retenu

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (11,2%) est légèrement inférieur à celui calculé sur une durée plus courte (11,6%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 11,2% résultant de l'approche « long terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « court terme » (11,6%). 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 de la dernière d'extrapolation du business plan (2017) 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 2%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur et de l'économie sur le long terme,
- Un maintien de la rentabilité appréciée au niveau de l'EBIT de la dernière année d'extrapolation du business plan (2017), soit 15%,
- Un niveau d'amortissements égal à celui des investissements à l'infini,
- Un niveau du CIR normatif de 0,2m€ en considérant que cette incitation fiscale perdurera à l'infini,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini proche de zéro.

3.3.2.6 Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€)	1,3
Valeur terminale (en m€)	9,9
Valeur d'entreprise (VE en m€)	11,2
Dettes nette ajustée	-1,8
Valeur des capitaux propres (VCP en m€)	9,4
Nombre d'actions en milliers	1 147
Valeur de l'action Phenix Systems	8,20

La valeur unitaire de l'action Phenix Systems s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 8,20€.

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 :

		CMPC		
		10,7%	11,2%	11,7%
Taux de croissance à l'infini	1,50%	8,37	7,72	7,14
	2,00%	8,91	8,20	7,57
	2,50%	9,52	8,74	8,04

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 7,57€ (croissance de 2% et taux d'actualisation de 11,7%) et 8,91€ (croissance de 2% et taux d'actualisation de 10,7%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 8,20€.

Le prix d'Offre de 13€ induit une prime de 58,5% sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Phenix Systems 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 de Phenix Systems.

Société	Pays	Capitalisation boursière (en M€) ¹	Chiffre d'affaires 2012 (M€)
3D Systems	USA	3 622	268
Lectra	FRA	168	198
Renishaw	GBR	1 369	406
Delcam	GBR	144	58
IGE + XAO	FRA	67	23
Chen Hsong	HKG	145	180
Phenix Systems	FRA	15	4

Source : Infiniti.

¹ moyenne de 30 jours de cours de bourse, données au 28 août 2013

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée directement comparable à Phenix Systems, aucune d'entre elles n'opérant uniquement sur le marché de la fabrication par frittage laser. A défaut, nous avons retenu un échantillon qui résulte de la combinaison de sociétés proposant des procédés de fabrication innovants tels que la fabrication additive (ou « additive manufacturing »), et de sociétés développant des logiciels de précision de CAO/CFAO destinés à différent type d'industries.

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

Nous avons ainsi constitué un échantillon de 6 sociétés que nous avons considérées comme comparables à Phenix Systems :

- 3D Systems (USA), société initiatrice de la présente opération cotée au New York Stock Exchange, est une entreprise spécialisée dans la fabrication additive et l'impression 3D. L'entreprise emploie environ un millier de collaborateurs pour un chiffre d'affaires total de 268 millions d'euros. La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : systèmes et outils logiciels (36%), services (35%) et matériaux (29%).
- Lectra (France) est une société spécialisée dans la production et la commercialisation de logiciels et d'équipements de CFAO⁷ destinés principalement à l'industrie textile, dont les actions sont cotées au NYSE Euronext, compartiment C. Lectra compte environ 1 350 collaborateurs et a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 198m€, se répartissant par métier de la manière suivante : logiciels (28%), équipements de CFAO (26%), pièces de rechange et consommables (23%), services de maintenance et d'assistance en ligne (19%) et services de conseil, d'audit et de formation (4%).
- Renishaw (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'équipements de métrologie de précision principalement pour le secteur de la santé et du dentaire, dont les actions sont cotées au London Stock Exchange. Elle emploie environ 2 900 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 406m€ en 2012 ; ce dernier se répartissant entre l'activité métrologie (92%) et les produits médicaux (8%).
- Delcam (Royaume-Uni), dont les titres sont cotés au London Stock Exchange, est une société spécialisée dans les solutions logicielles de CFAO pour l'industrie. Elle compte environ 600 employés et a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 58m€, se répartissant par métier de la manière suivante : logiciels (52%), maintenance (30%), services (29%) et autres (6%).
- IGE+XAO (France), dont les actions sont cotées sur le compartiment C d'Euronext, compartiment C, est spécialisé dans l'édition, la commercialisation et la maintenance de logiciels de CAO⁸ destinés à concevoir et à maintenir la partie électrique des processus de production, des installations et des câblages industriels. La société emploie environ 400 personnes et réalise un chiffre d'affaires qui s'élève à 23m€ et se répartit comme suit : logiciels CAO électriques (41%), service après-vente et maintenance (41%), conseil, de formation et d'assistance (17%).

⁷ Conception et Fabrication Assistées par Ordinateur

⁸ Conception Assistée par Ordinateur

- Chen Hsong (Hong-Kong) est une société spécialisée dans la conception et fabrication de machines destinées au moulage par injection, dont les actions sont cotées à la bourse de Hong-Kong. La société compte environ 2.700 employés et a généré un chiffre d'affaires en 2012 de 180m€, qui provient essentiellement de l'activité moulage par injection.

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
3D Systems	23,1%	30,3%	31,5%	17,1%	19,4%	25,8%
Lectra	12,0%	10,7%	12,8%	10,0%	7,7%	10,2%
Renishaw	30,0%	29,1%	29,8%	23,9%	22,7%	24,0%
Delcam	17,7%	12,8%	13,3%	11,4%	10,9%	11,4%
IGE + XAO	23,9%	26,1%	26,4%	22,9%	24,1%	24,4%
Chen Hsong	9,2%	10,4%	11,6%	5,4%	7,9%	9,7%
Moyenne échantillon	19,3%	19,9%	20,9%	15,1%	15,5%	17,6%
Médiane échantillon	20,4%	19,5%	19,8%	14,3%	15,2%	17,7%

Source : InFinancials au 30 août 2013

On constate que les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT générés par Phenix Systems 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 et des résultats non courants ;
- 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 Phenix Systems.
- de 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 de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Société	VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2013	2014	2013	2014
3D Systems	29,7x	23,2x	46,3x	28,3x
Lectra	6,6x	5,1x	9,3x	6,4x
Renishaw	11,0x	10,1x	14,1x	12,6x
Delcam	17,3x	15,4x	20,4x	18,1x
IGE + XAO	7,0x	6,6x	7,6x	7,1x
Chen Hsong	4,2x	3,4x	5,5x	4,1x
Médiane échantillon	9,0x	8,4x	11,7x	9,8x

Source : InFinancials au 30 août 2013

3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 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 capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de Phenix Systems, une décote de taille a été appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Cette décote a été estimée à 20% sur la base de différentes études empiriques et notamment de l'étude d'Eric-Eugène Grena, membre de la Société Française des Analystes Financiers (l'ouvrage de la Société Française des Évaluateurs faisant aussi référence à celle-ci).

3.3.3.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Phenix Systems obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation de l'action Phenix Systems			
	VE/ EBITDA	VE/ EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	9,6	6,1	
Nombre d'actions (en milliers)	1 147	1 147	
Valeur moyenne de l'action Phenix Systems	8,41€	5,31€	6,86€

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Phenix Systems par la méthode des comparables boursiers comprise entre 5,31€ (multiple d'EBIT) et 8,41€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 6,86€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 13€ fait ressortir une prime de 89,5% sur cette valeur.

3.3.4 Méthode du cours de bourse

Les actions de Phenix Systems sont cotées sur NYSE Alternext Paris. La société a été introduite en bourse en 2011 sur le second marché de la bourse de Paris.

3.3.4.1 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
3D Systems	936 428	81,0%
Flottant	210 187	18,2%
Autodétention	9 408	0,8%
Total	1 156 023	100%

Source : Note d'opération

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 18,2% du capital, soit 210.187 actions.

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

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	478	10 998	1%	5%
Moyenne 3 mois	372	23 418	2%	11%
Moyenne 6 mois	866	107 350	9%	51%
Moyenne 1 an*	760	193 686	17%	92%

Source : Euronext, 19/07/13

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

* retraité des 278 710 actions cédées du FCPI Innoventis III à FCPI Innoventis V' et FCPI Innoventis V''

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 372 titres (moyenne 3 mois) et 866 titres (moyenne 6 mois).

Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 760 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 193.686, soit 17% du nombre total de titres et 92% du flottant.

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

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

3.3.4.2 Analyse du cours de l'action Phenix Systems depuis son introduction en bourse



Introduit à 16,02€ en juillet 2011, le cours de l'action Phenix Systems a clôturé la première séance de cotation à 13,74€. Le cours a oscillé entre 10€ et 12,50€ jusqu'à la fin de l'année 2011. Il a ensuite subi une baisse régulière sur le premier semestre 2012, cette baisse étant due principalement aux différentes annonces de résultat inférieur aux prévisions initiales.

Entre juin et octobre 2012, Phenix Systems a vu son cours osciller entre 6€ et 7€. Suite notamment à l'annonce le 29 octobre 2012 du résultat du premier semestre 2012, le cours a connu une baisse jusqu'au début décembre 2012, le cours atteignant 3,3€ le 5 décembre 2012.

A cette date, un volume significatif de 278.710 actions, représentant 24,1% du capital, a été échangé. Nous avons compris après des échanges avec le management que ce volume significatif correspond principalement à la cession par FCPI Innoveris III de ses actions Phenix Systems à FCPI Innoveris V et FCPI Innoveris VII.

Le cours a ensuite connu une reprise début janvier 2013 suite notamment à la communication par la société des perspectives 2013 indiquant une reprise de la dynamique des prises de commande. Le cours a ainsi atteint son maximum des 12 derniers mois à 7,59€ le 6 février 2013. Après cette date, le cours s'est légèrement dégradé pour atteindre 5,79€ le 12 juin 2013 (date de l'annonce de l'opération).

3.3.4.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 12 juin 2013.

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 12 juin 2013)	5,79	125%
CMFV* 1 mois	5,77	125%
CMFV* 3 mois	5,96	118%
CMFV* 6 mois	6,49	100%
CMFV* 1 an ¹	5,54	135%

Source : Euronext, 19/07/2013

¹ retiré des 278 710 actions cédées du FCPI Innoveris III à FCPI Innoveris V et FCPI Innoveris VII

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 5,54€ (moyenne 1 an) et 6,49€ (moyenne 6 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 12 juin 2013 s'élève à 5,79€.

Le prix proposé de 13,0€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 100% (cours moyen pondéré par les volumes 6 mois) et 135% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an).

Il offre une prime de 125% sur le cours de clôture au 12 juin 2013.

A noter que Portzamparc, seul analyste connu par nous-même suivant le titre Phenix Systems, recommandait, dans sa dernière note du 9 avril 2013⁹, de conserver le titre avec un cours cible s'élevant à 6€. Le prix d'Offre de 13€ offre donc une prime de 117% sur le cours cible de Portzamparc, analyste suivant le titre Phenix Systems.

3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif

3.4.1 Méthode des transactions comparables

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

⁹ Dernière note précédant l'annonce de l'Offre

3.4.2.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Phenix Systems, 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 6 transactions qui sont intervenues en 2012 et 2013 dans le secteur du développement et de la commercialisation de solutions de fabrication basées sur différentes technologies.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre. Elles concernent en effet des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de ceux de Phenix Systems.

Par ailleurs, l'Offre intervient dans un contexte macro-économique et financier proche des transactions retenues.

Cependant, des transactions pertinentes se sont avérées être non renseignées. D'autre part, les agrégats de Phenix Systems de l'année 2012 (année où des transactions ont été identifiées) étaient négatifs ce qui nous a obligé à retenir l'année 2013 ce qui vient biaiser l'application de la méthode. Nous avons donc, au final, décidé de retenir cette méthode à titre indicatif. Les résultats sont présentés ci-après.

3.4.2.2 Analyse des transactions

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

- Deux actionnaires individuels ont acquis en avril 2013 une part minoritaire (3,56%) dans la société Riber. Riber est une société française spécialisée dans la conception, fabrication et commercialisation des systèmes d'épithaxie par jets moléculaires (EJM ou EBM) et des produits associés à destination de l'industrie des semi-conducteurs. Riber a réalisé un chiffre d'affaires de 27,4m€ en 2012.
- En avril 2013, Deutsche Private Equity a annoncé sa volonté d'acquérir un bloc majoritaire de SLM Solutions, société allemande dont l'activité consiste à développer, concevoir et distribuer de façon indépendante des solutions de frittage laser de poudres métalliques.
- 3D Sytems, société initiatrice de la présente opération, a acquis en février 2013 la totalité des actions de la société Geomagic, société américaine spécialisée dans les solutions logicielles de conception utilisées pour la modélisation de contenu 3D d'objets physiques, le sculptage de formes complexes et la préparation de produits à la fabrication.
- Coherent a acquis, en décembre 2012, 100% des actions de la société Lumera Laser, société allemande spécialisée dans la fabrication de lasers à haute fréquence utilisés dans le traitement des matériaux, la microélectronique et la technologie médicale. Le

chiffre d'affaires attendu de Lumera Laser à la date de l'opération ressortait à 25,7m€ en 2012.

- En décembre 2012, Objet a procédé à l'acquisition de Stratasys au travers d'une prise de contrôle inversé. Stratasys est une société israélienne spécialisée dans la conception et la commercialisation de machines servant à la fabrication d'additifs pour des prototypes et pour la production de pièces en plastique. Stratasys a généré un chiffre d'affaires de 163,1m€ en 2012.
- Tridimension Holding a déposé, en juillet 2012, une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Metrologic Group, société française spécialisée dans l'édition de logiciels pour les systèmes de contrôle tridimensionnel principalement à destination des secteurs de l'automobile, de l'aéronautique et de la construction mécanique. Metrologic Group a vu son chiffre d'affaires s'élever à 27,6m€ en 2011.

Parmi les six transactions retenues, deux d'entre elles (acquisitions de SLM Solutions par Deutsche Private Equity et de Geomagic par 3D Systems) concernent des sociétés qui n'ont pas communiqué sur les termes financiers de l'opération ou dont les agrégats financiers n'ont pas été publiés.

L'échantillon final retenu se compose, en conséquence de quatre transactions dont les multiples sont extériorisés ci-après.

3.4.2.3 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 et des résultats non courants ;
- 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 ¹	EBITDA ^{1,2}	EBIT ^{1,2}	VE/EBITDA	VE/EBIT
avr-13	Investisseurs individuels	Ribier	50,3	3,0	2,0	17,0x	25,5x
déc-12	Coherex	Lumera Laser	30,4	5,4	4,7	7,1x	8,2x
déc-12	Objet	Stratusys	471,6	96,0	70,2	4,9x	6,7x
juil-12	Tridimension Holding	Metrologic Group	119,0	14,1	13,0	8,5x	9,1x
Moyenne						9,4x	12,4x

Sources : Epsilon, Zephyr, Communiqués de presse

¹ Agrégats n pour Stratusys, n-1 pour Ribier, Metrologic Group et Lumera Laser

² En millions d'euro

3.4.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples moyens de VE / EBITDA et VE / EBIT que nous avons appliqué aux agrégats respectifs de Phenix Systems au 31 décembre 2013, les quatre transactions retenues ayant été réalisées entre juillet 2012 et avril 2013 et Phenix ayant des agrégats négatifs en 2012.

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

3.4.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Phenix Systems obtenue par la méthode des transactions comparables.

Valorisation de l'action Phenix Systems			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur des fonds propres (en m€)	10,4	5,8	
Nombre d'actions (en milliers)	1 147	1 147	
Valeur de l'action Phenix Systems	9,10€	5,08€	7,09€

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Phenix Systems par la méthode des transactions comparables comprise entre 5,08€ (multiple d'EBIT) et 9,10€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 7,09€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 13€ fait ressortir une prime de 83,3% sur cette valeur.

4 Analyse des éléments d'appréciation du 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 Phenix Systems :

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 comparables boursiers
- Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur n'a retenu ni la méthode des comparables boursiers ni la méthode des transactions comparables, méthodes que nous avons retenues à titre principal pour la méthode des comparables boursiers et à titre secondaire pour la méthode des transactions comparables dans le cadre de notre approche multicritères.

La méthode des comparables boursiers n'a pas été mise en œuvre par l'établissement présentateur considérant :

- d'une part que la composition d'un échantillon de sociétés comparables n'était pas pertinente au regard des différences existantes entre ces sociétés et Phenix Systems en termes de liquidité et de taille, de marchés géographiques et dans une moindre de mesure de secteur d'activité et de modèle économique,
- et d'autre part, que les sociétés identifiées affichaient des taux de rentabilité prévisionnels différents de Phenix Systems.

Nous avons, en ce qui nous concerne, retenu six sociétés comparables et mis en œuvre cette méthode en considérant l'échantillon retenu comme pertinent et en considérant cette méthode comme pertinente si Phenix Systems retrouvait une rentabilité élevée à l'horizon 2014. Notre approche est décrite dans la partie 3.3.3 de notre rapport et aboutit à une valeur moyenne de l'action Phenix Systems de 6,86€.

L'établissement présentateur n'a pas mis en œuvre la méthode des transactions comparables, considérant d'une part les données financières des transactions récentes identifiées sur le secteur de Phenix Systems comme insuffisantes, et d'autre part, qu'en raison des pertes extériorisées par la société en 2012, les multiples ne pouvaient pas être appliqués.

Nous avons, pour notre part, identifié quatre transactions comparables renseignées et retenu cette méthode à titre indicatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.4.1 de notre rapport et aboutit à une valeur moyenne de l'action Phenix Systems de 7,09€.

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
- Référence au cours cible d'analyste (à titre indicatif)

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche comprenant la méthode des flux de trésorerie actualisés et s'est référé au cours de bourse de Phenix Systems et aux transactions intervenues sur le capital de la société (cessions de titres Phenix Systems à 3D Systems). A titre indicatif, l'établissement présentateur a également fait référence au cours cible défini par Portzamparc, analyste suivant la valeur Phenix Systems.

Nous avons aussi retenu ces méthodes à l'exception de la référence au cours cible d'analyste qui figure, à titre indicatif, dans notre rapport, dans la méthode du cours de bourse.

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 Phenix Systems

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu les transactions récentes portant sur l'acquisition d'un bloc majoritaire représentant 81% du capital de Phenix Systems.

Nous avons également retenu ces transactions comme références d'appréciation du prix de l'action de Phenix Systems.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Phenix Systems 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 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours ainsi que le cours de bourse au 12 juin 2013.

Nous avons pour notre part, repris les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an ainsi que le cours de bourse au 12 juin 2013.

A l'exception des durées retenues pour le calcul des différentes moyennes de cours de bourse retenues par l'établissement présentateur et par nous-même qui diffèrent légèrement, l'approche faisant référence au cours de bourse ne met pas en exergue de divergence d'appréciation.

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 31 décembre 2013 au 31 décembre 2014 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur la période décembre 2015-décembre 2020 en retenant un taux de croissance du chiffre d'affaires diminuant progressivement sur la période d'extrapolation jusqu'à atteindre 1,8% la dernière année (2020) et une progression du taux de marge d'EBIT jusqu'à un niveau normatif de 15% ;
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2020 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,8% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 11,36%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (2,37%), une prime de risque (7%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta rendetté de 1,45¹⁰ ;
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette retraitée au 30 juin 2013 (1,6m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Phenix Systems de 8,27€.

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 7,51€ (taux d'actualisation de 11,9% et croissance à l'infini de 1,8%) et 9,12€ (taux d'actualisation de 10,9% et taux de croissance à l'infini de 1,8%).

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 31 décembre 2015 ;

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

- l'horizon du plan d'affaires et la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul taux de croissance à l'infini,
- le calcul du taux d'actualisation,
- le calcul de la dette nette ajustée.

¹⁰ Bêta désendetté de 1,18 rendetté sur la base d'un gearing cible de 30%

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

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires de Phenix Systems sur six exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2020). Il a été retenu sur la période d'extrapolation une croissance de chiffre d'affaires diminuant progressivement jusqu'à atteindre 1,8% et un taux de marge d'EBIT augmentant progressivement jusqu'à atteindre 15% la dernière année.

Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a retenu un taux de croissance du chiffre d'affaires à l'infini de 1,8% un niveau de marge d'EBIT normatif équivalent à celui constaté lors du dernier flux de l'année 2020, soit 15%.

Nous avons, pour notre part, extrapolé le business plan sur une période de trois ans jusqu'en 2017 en retenant cet horizon pour le calcul du flux normatif. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT de 15%, correspondant au taux de marge d'EBIT de la dernière année du business plan extrapolé (2017).

4.1.2.2 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 Long terme	Horwath Court terme
Taux sans risque	(1)	2,37%	3,52%	2,51%
Prime de risque du marché	(2)	7,0%	5,85%	7,06%
Bêta désendetté	(3)	1,21	1,05	1,05
D/E	(4)	30%	38%	38%
Bêta réendetté		1,45	1,31	1,31
Prime de risque spécifique	(5)	1,0%	3,4%	3,4%
Coût des fonds propres	(6)	13,5%	14,6%	15,2%
Coût de la dette avant impôt	(7)	6,27%	3,45%	3,45%
Taux d'impôt		34,43%	34,43%	34,43%
Coût de la dette après impôt		4,11%	2,26%	2,26%
D/(D+E)	(8)	23%	28%	28%
E/(D+E)	(8)	77%	72%	72%
Coût moyen pondéré du capital		11,36%	11,2%	11,6%
(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois au 17 septembre 2013 (5) Prime spécifique de taille				
(2) Prime de risque de marché Odéo (6) Formule du MEDAF				
(3) Bêta sociétés comparables (7) Spread de taux de 390 points de base appliqué au taux sans risque				
(4) Gearing cible au 12 juin 2013 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$				
Source de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport				

Les écarts observés sur les différentes composantes du coût moyen pondéré du capital 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 (11,2%). Il se situe par ailleurs entre notre taux long terme (11,2%) et notre taux court terme (11,6%) 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 en diminution progressive sur la durée du plan d'affaires jusqu'à un niveau correspondant à 220 jours de chiffre d'affaires à l'horizon explicite du plan d'affaires (2020).

Nous avons, pour notre part, retenu un niveau de BFR diminuant progressivement relativement au chiffre d'affaires sur l'ensemble du business plan pour atteindre 240 jours de chiffre d'affaires à l'horizon explicite (2017) du plan d'affaires comme expliqué dans la troisième partie de notre rapport en nous référant aux données de Phenix Systems.

4.1.2.3.4 Détermination de la dette nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une dette nette « ajustée » au 30/06/2013 de 1,6m€ intégrant les emprunts bancaires, le financement par crédit-bail, les disponibilités et les reports fiscaux déficitaires actualisés.

Nous avons retenu, pour notre part, une dette nette « ajustée » de 1,75m€ à la même date.

Le faible écart observé provient essentiellement des hypothèses prises relatives à l'actualisation des déficits reportables ainsi que de la prise en compte par nous-même du montant de la provision pour engagements de retraite.

4.1.2.3.5 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 8,27€ et se situe à un niveau proche de notre valeur (8,20€). Le faible écart constaté résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la méthodologie relative à la durée de l'horizon explicite (plus long chez l'établissement présentateur).

4.1.2.4 Référence au cours cible d'analyste (à titre indicatif)

L'établissement présentateur a retenu le critère de la référence au cours cible d'analyste.

En effet, Portzamparc, analyste suivant le titre Phenix Systems, recommandait, dans sa note du 9 avril 2013 (dernière note publiée précédant l'annonce de l'opération), de conserver le titre avec un cours cible s'élevant à 6€.

Nous avons pour notre part mis en avant ce cours cible dans le cadre de la méthode du cours de bourse tout en considérant ce cours cible comme n'étant pas une référence de valorisation pour Phenix Systems dans la mesure où un seul analyste suit la valeur Phenix Systems et que son analyse ne peut être représentative d'un consensus sur cette valeur.

5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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 Valeur centrale	Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 13€
<u>Méthode du cours de bourse</u>			
Cours de clôture (le 12/06/2013)	5,79 €	5,79 €	124,5%
CMPV* 20 jours	5,67 €	na	na
CMPV* 1 mois	na	5,77 €	125,2%
CMPV* 60 jours	5,92 €	na	na
CMPV* 3 mois	na	5,96 €	118,2%
CMPV* 120 jours	6,52 €	na	na
CMPV* 6 mois	na	6,49 €	100,3%
CMPV* 250 jours	5,51 €	na	na
CMPV* 1 an	na	5,54 €	134,8%
<u>Méthode des flux de trésorerie actualisés</u>	8,27 €	8,20 €	58,5%
<u>Méthode des comparables boursiers</u>	na	6,86 €	89,5%
<u>Méthode des transactions de référence</u>			
Cession des titres Phenix Systems par les fondateurs	13,00 €	13,00 €	0,0%
Cession des titres Phenix Systems par Jean-Marie Gaillard	13,00 €	13,00 €	0,0%
Cession des titres Phenix Systems par les investisseurs	12,00 €	12,00 €	8,3%
<u>Méthode du cours cible (à titre indicatif)</u>	6,00 €	na	na
<u>Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)</u>	na	7,09 €	83,3%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

Il est rappelé que les fondateurs Patrick Teulet et François Reymondet d'une part, et Jean-Marie Gaillard d'autre part, qui détenaient respectivement 310.200 actions (26,8% du capital) pour les fondateurs Patrick Teulet et François Reymondet ensemble et 15.275 actions (1,3% du capital) pour Jean-Marie Gaillard, ont cédé en date du 15 juillet 2013 au profit de la société 3D Systems l'ensemble des actions Phenix Systems qu'ils détenaient au prix de 13€ par action. Ce prix correspond au prix d'Offre.

Il est également précisé que les investisseurs FCPI Innoveris IV, FCPI Innoveris V, FCPI Innoveris VII et SAS Banque Populaire Création (actionnaires historiques de Phenix Systems) qui détenaient 610.953 actions (52,8% du capital) ont cédé à cette même date au profit de la société 3D Systems l'ensemble des actions Phenix Systems qu'ils détenaient au prix de 12€ par action.

Ces transactions constituent une référence significative car elles portent sur une part importante du capital de Phenix Systems, les 936.428 titres cédés représentant 81% du capital.

La présente Offre permet aux actionnaires de Phenix Systems qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions et de leur offrir une liquidité tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

En outre, compte tenu de l'opération envisagée, 3D Systems 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 que 3D Systems n'envisage pas à la date du présent rapport de réaliser une fusion avec Phenix Systems.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 5,54€ (cours moyen 1 an) à 6,49€ (cours moyen 6 mois) pour la méthode des cours de bourse ;
- 6,86€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 8,20€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 12,00€ (transaction conclue entre 3D Systems et les investisseurs) et 13,00€ (transactions conclues entre 3D Systems et les fondateurs de Phenix Systems et Jean-Marie Gaillard) pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Phenix Systems ;
- 7,09€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 13€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 100,3% (cours moyen 6 mois) et 134,8% (cours moyen 1 an) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 89,5% sur la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 58,5% sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 8,3% par rapport à la transaction conclue entre 3D Systems et les investisseurs et ne présente ni prime ni décote par rapport aux transactions conclues entre 3D Systems et les fondateurs de Phenix Systems et entre 3D Systems et Jean-Marie Gaillard ;
- présente une prime de 83,3% sur la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix de 13€ par action Phenix Systems proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Phenix Systems.

Fait à Paris, le 27 septembre 2013

L'expert indépendant

HORWATH AUDIT FRANCE

Olivier Grivillers

7. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société 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.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

PHENIX SYSTEMS

Représentée par ZIAD ABOU, DIRECTEUR GENERAL