

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS, LES OBLIGATIONS A
OPTION DE REMBOURSEMENT EN NUMERAIRE ET/OU EN ACTIONS NOUVELLES ET/OU
EXISTANTES (ORNANES) ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTION (BSAARs)
DE ASSYSTEM**

**INITIEE PAR
HDL DEVELOPMENT**



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 18 décembre 2013, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

**LE PRÉSENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN
DE L'AMF**

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Didier Kling & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Assystem (www.assystem.com), et mis gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, 70, boulevard de Courcelles, 75017 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Assystem, seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités de diffusion.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
1.1.	Présentation de l'Offre.....	4
1.2.	Contexte de l'Offre	7
1.3.	Rappel des principaux termes de l'Offre	7
1.4.	Procédure et calendrier de l'Offre.....	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE ASSYSTEM et intentions.....	8
2.1.	Avis motivé du conseil de surveillance.....	8
2.2.	Intentions des membres du conseil de surveillance.....	10
2.3.	Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues	10
2.4.	Observations du comité d'entreprise.....	11
3.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	11
4.	ÉLÉMENTS CONCERNANT ASSYSTEM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	11
4.1.	Structure du capital de la Société.....	11
4.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de Assystem dont elle a connaissance	11
4.3.	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	11
4.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions.....	11
4.3.2.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote	12
4.3.3.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Assystem] (article L. 233-11 du code de commerce).....	12
4.4.	Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Assystem.....	12
4.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	12
4.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	12
4.7.	Accords entre actionnaires dont Assystem a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote.....	12
4.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et du conseil de surveillance	12
4.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire.....	12
4.8.2.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance.....	13
4.8.3.	Règles applicables aux modifications des statuts	13
4.9.	Pouvoirs du directoire, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres.....	13
4.9.1.	Délégations financières.....	13
4.9.2.	Plans d'actions gratuites	14
4.10.	Accords conclus par Assystem qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Assystem ou en cas de radiation de Assystem de la cote	15

4.10.1.	ORNANES	15
4.10.2.	Contrats comportant des clauses de changements de contrôles	15
4.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou du conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	15
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
6.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	90

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), HDL Development, société par actions simplifiée au capital de 40 010 000 euros dont le siège social est sis 54-56 avenue Hoche, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 798 774 600 (l'« **Initiateur** »), contrôlée par HDL (tel que ce terme est défini ci-après), propose de manière irrévocable aux actionnaires ainsi qu'aux porteurs des obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (les « **ORNANES** ») et aux porteurs des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les « **BSAARs** ») émis par la société Assystem, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 19 298 842 euros, dont le siège social est sis 70, boulevard de Courcelles, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 412 076 937 (la « **Société** »), d'acquérir leurs titres dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 17 décembre 2013 (le « **Projet de Note d'Information de l'Initiateur** ») au prix unitaire de :

- 20 euros par action Assystem,
- 23,50 euros par ORNANE (augmenté du coupon couru (défini comme le coupon calculé au prorata du nombre de jours écoulés entre (i) la dernière date de détachement du coupon¹ et (ii) la date de règlement-livraison des ORNANES dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.14 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur) ou, le cas échéant, dans le cadre du retrait obligatoire (voir la section 1.2.5), ci-après le « **Coupon Couru** »)),
- 8,90 euros par BSAAR (l'« **Offre** »).

L'Initiateur a indiqué que le montant du Coupon Couru sera communiqué au marché dans l'avis de résultat de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte et, le cas échéant, du retrait obligatoire diffusés par l'AMF et dans la notice d'Euronext Paris relative au calendrier de règlement de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (soit, selon le calendrier indicatif, le 24 février 2014 pour l'Offre et 21 mars 2014 pour l'Offre Réouverte) et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

L'Initiateur a également précisé qu'à titre indicatif :

- sur la base d'un règlement-livraison de l'Offre le 27 février 2014, le montant du Coupon Couru s'élèverait à 0,14 euros,
- sur la base d'un règlement-livraison de l'Offre Réouverte le 31 mars 2014, le montant du Coupon Couru s'élèverait à 0,21 euros.

Les actions de la Société, les ORNANES et les BSAARs (ensemble, les « **Titres** ») sont admis aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») respectivement sous le code ISIN FR0000074148 (mnémonique « **ASY** »), ISIN FR0011073006 (mnémonique « **ASSYSTORN4%JAN17** ») et ISIN FR0010630590 (mnémonique « **ASYBS** »).

¹ Etant précisé que les ORNANES portent intérêt au taux nominal annuel de 4%, payable annuellement à terme échu le 1er janvier de chaque année (ou le premier jour ouvré suivant si cette date n'est pas un jour ouvré). A ce titre, un coupon de 0,88 euro par ORNANE sera mis en paiement par la Société le 2 janvier 2014.

Le projet d'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception de celles qui ont fait l'objet d'un apport en nature par les Sociétés DL (tel que ce terme est défini ci-dessous), Messieurs Michel Combes, Gérard Brescon et David Bradley²
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison (a) de l'exercice par les porteurs d'ORNANes, à l'exception de celles détenues par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL ainsi que celles visées dans les engagements d'apports tels que décrits à la section 1.3.4 qui seront apportées à l'Offre, de leur droit à l'attribution d'actions de la Société, ou (b) de l'exercice des BSAARs, à l'exception de ceux détenus par l'Initiateur, de ceux qui font l'objet d'un apportés par les Sociétés DL à l'Initiateur et de ceux visés dans les engagements d'apports tels que décrits à la section 1.3.4.
- soit, à la connaissance de l'Initiateur³, un nombre maximal d'actions de la Société visées par l'Offre égal à 799 993⁴ ;
- la totalité des ORNANes en circulation, soit, à la connaissance de l'Initiateur⁵, 4 181 818 ORNANes ; et
 - la totalité des BSAARs en circulation à l'exception de ceux détenus par l'Initiateur et de ceux qui font l'objet d'un apport en nature par les Sociétés DL à l'Initiateur, soit, à la connaissance de l'Initiateur⁶, 807 494 BSAARs⁷.

L'Initiateur a précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-après) dans la mesure où aucune de ces actions ne pourra, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), être apportées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte. Les Actions Gratuites se décomposent de la manière suivante⁸:

- 212 096 actions gratuites de la Société non encore définitivement attribuées dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ; et
- 51 599 actions gratuites de la Société définitivement attribuées à la date du Projet de Note d'Information dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** » et, avec les Actions Gratuites en Période d'Acquisition, les « **Actions Gratuites** »).

² Soit, à la connaissance de l'Initiateur, au 30 novembre 2013, un nombre maximum de 13.660.367 actions de la Société, représentant 70,78 % du capital et 69,53 % des droits de vote sur la base d'un nombre total de 19.298.842 actions et de 19 674 197 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

³ Au 13 décembre 2013.

⁴ Soit, à la connaissance de l'Initiateur, (i) 19 298 842 actions existantes au 30 novembre 2013, (ii) desquelles il convient de déduire les 5 546 475 actions détenues par les Sociétés DL ainsi que les 92 000 actions apportées en nature à l'initiateur par Messieurs Michel Combes, Gérard Brescon et David Bradley et (iii) auxquelles il convient d'ajouter les 4 721 425 actions nouvelles pouvant être émises en raison de l'exercice de leur droit à attribution d'actions de la Société par les porteurs d'ORNANes (non détenues par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL ainsi que par les personnes physiques ou morales ayant consenti un engagement d'apport conformément à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information) sur la base du ratio d'attribution d'action ajusté visé à la section 2.4.2 du Projet de Note d'Information, les 416 201 actions nouvelles pouvant être émises en raison de l'exercice des BSAARs non détenus par l'Initiateur et les Sociétés DL ainsi que par les personnes physiques ou morales ayant consenti un engagement d'apport conformément à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information).

⁵ Au 30 novembre 2013.

⁶ Au 30 novembre 2013.

⁷ Soit la différence entre (i) le nombre de BSAARs en circulation (soit 3 026 687) et (ii) la somme des BSAARs détenus par l'Initiateur et des BSAARs faisant l'objet d'un apport en nature par les Sociétés DL à l'Initiateur (soit 2 219 193)

⁸ Au 30 novembre 2013

Les principales caractéristiques des ORNANES et des BSAARs ainsi que le détail des Actions Gratuites sont décrites respectivement aux sections 2.4, 2.5 et 2.6 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

A la date du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Initiateur a indiqué qu'un accord d'investissement a été conclu le 28 octobre 2013 entre Monsieur Dominique Louis, HDL et la société Salvepar du groupe Tikehau (l'« **Accord d'Investissement** »), prévoyant notamment :

- (i) la souscription par un ou plusieurs partenaires financiers dont Salvepar, d'une augmentation de capital de 40 millions d'euros (prime d'émission incluse) dans HDL, étant précisé que (i) les partenaires retenus sont Salvepar SA, Tikehau Capital Partners S.A.S. et le FCPR Tikehau Preferred Capital (les « **Partenaires Financiers** ») et (ii) les Titres de la Société détenus, directement ou indirectement, par HDL et qui constituent l'essentiel de ses actifs, ont été valorisés, pour les besoins de cette augmentation de capital, à 18 euros par action, 8 euros par BSAAR et 24 euros⁹ par ORNANE ;
- (ii) sous réserve notamment de l'obtention des financements nécessaires, le lancement d'une offre publique sur les titres de la Société par une filiale d'HDL à créer (l'Initiateur),
- (iii) la vente d'une partie des BSAARs détenus par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL à l'Initiateur au prix de l'Offre, et l'apport en nature du solde des BSAARs à l'Initiateur au prix de l'Offre,
- (iv) l'apport en nature des actions de la Société détenues par les Sociétés DL à l'Initiateur au prix de l'Offre,
- (v) l'apport de la totalité des ORNANES détenues par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL à l'Offre.

La totalité du capital et des droits de vote de l'Initiateur sont détenus par la société HDL (« **HDL** »).

HDL est une société par actions simplifiée au capital de 53 417 349,17 d'euros, dont le siège social est sis rue Victor Pages, 26700 Pierrelatte, immatriculée au registre de tribunal de commerce de Romans sous le numéro 389 819 145. Monsieur Dominique Louis, Salvepar, Tikehau Capital Partners et Tikehau Preferred Capital détiennent respectivement 73,01 %, 20,25 %, 3,37 % et 3,37 % de son capital et de ses droits de vote.

La société Compagnie Européenne Pour la Finance et l'Industrie (« **CEFID** ») est une société par actions simplifiée au capital de 16 000 132 euros, dont le siège social est sis rue Victor Pages, 26700 Pierrelatte, immatriculée au registre de tribunal de commerce de Romans sous le numéro 399 062 348. Monsieur Dominique Louis et HDL détiennent respectivement 7,26% et 72,74% de son capital et de ses droits de vote. Monsieur Michel Combes, président du conseil de surveillance de la Société, détient 20% de son capital et de ses droits de vote.

La société H2DA (« **H2DA** ») est une société à responsabilité limitée au capital de 7 385 500 euros, dont le siège social est sis rue Victor Pages, 26700 Pierrelatte, immatriculée au registre de tribunal de commerce de Romans sous le numéro 483 337 069. Dominique Louis, HDL et CEFID détiennent respectivement 72,64%, 10,83% et 13,82% de son capital et de ses droits de vote.

La société Entreprise en Croissance (« **EEC** » et, avec HDL, CEFID et H2DA, les « **Sociétés DL** ») est une société par actions simplifiée au capital de 5 749 962 euros, dont le siège social est sis rue Victor Pages, 26700 Pierrelatte, immatriculée au registre de tribunal de commerce de Romans sous le numéro 403 899 834. HDL détient 94,87% de son capital et de ses droits de vote.

Conformément aux termes de l'Accord d'Investissement, l'augmentation de capital de 40 millions d'euros de HDL au profit des Partenaires Financiers a été réalisée le 13 décembre 2013. Par ailleurs, une augmentation de capital de 40 millions d'euros de l'Initiateur a été réalisée le 17 décembre 2013. Enfin, 1 220 945 BSAARs détenus par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL ont été vendus le 13 décembre 2013 à l'Initiateur au prix de l'Offre.

⁹ Etant précisé que ce prix de 24 euros intègre une valeur par ORNANE de 23,50 euros (soit le prix d'Offre par ORNANE pied de coupon) majoré de 0,50 euro au titre d'une partie du coupon mis en paiement par la Société le 2 janvier 2014, le solde, soit 0,38 euro n'ayant pas été pris en compte pour les besoins de cette valorisation qui ressort donc à un niveau inférieur à celui de l'Offre.

Selon l'Initiateur, les parties à l'Accord d'Investissement ont signé le 13 décembre 2013 un pacte d'associés relatif à HDL, à l'Initiateur et à la Société (le « **Pacte d'Associés** »).

Ces accords sont décrits aux sections 1.3.1 et 1.3.2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

1.2. Contexte de l'Offre

Monsieur Dominique Louis et la société Salvepar ont annoncé, par voie de communiqué de presse diffusé le 29 octobre 2013, qu'ils envisageaient de déposer une offre sur Assystem, sous réserve que certaines conditions soient remplies.

Le projet d'offre a été déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 17 décembre 2013. Ce dépôt a fait l'objet d'un communiqué de l'Initiateur en date du 17 décembre 2013.

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas eu accès à une salle d'information (« Data Room ») ni à des informations privilégiées autres que celles qui sont mentionnées dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **CA-CIB** »), HSBC France (« **HSBC** »), Lazard Frères Banque (« **Lazard** ») et Société Générale (« **Société Générale** »), agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 17 décembre 2013 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat, étant précisé que seules CA-CIB, HSBC et Société Générale garantissent 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 normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, des porteurs d'ORNANES et des porteurs de BSAARs, tous les Titres de la Société visés par l'Offre qui seront apportés à l'Offre au prix de 20 euros par action, au prix de 23,50 euros par ORNANE (augmenté du Coupon Couru) et au prix de 8,90 euros par BSAAR, pendant une période minimum de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation).

Condition de l'Offre – Seuil de réussite

Dans le cadre de la négociation du financement bancaire de l'Offre, l'Initiateur a indiqué que les banques prêteuses ont souhaité conditionner leurs concours au fait que l'Initiateur détienne plus de 50% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre Réouverte.

Faisant application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a ainsi soumis ainsi son Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'actions de la Société, d'ORNANES et de BSAARs tel que l'Initiateur détiennent plus de 50 % du capital et des droits de vote de la Société (en supposant l'ensemble des BSAARs en circulation exercés) (le « **Seuil de Réussite** »), ce seuil étant calculé selon des modalités indiquées à la section 2.8 « Condition de l'Offre » du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Ajustement des termes de l'Offre

Les éventuels ajustements des termes de l'Offre sont décrits dans la section 2.2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. En tout état de cause, tout ajustement sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Si les conditions posées par les articles 237-14 du règlement général de l'AMF sont réunies à l'issue de l'Offre, le cas échéant ré-ouverte, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF la mise en œuvre, selon les conditions précisées à la Section 1.2.5 a) « Retrait Obligatoire » du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions et/ou les ORNANES et les BSAARs de la Société aux prix par action, par ORNANE et par BSAAR prévus par l'Offre (et tels qu'éventuellement ajustés en application de la section 2.2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur).

L'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation de la cotation des actions et/ou des ORNANES et/ou des BSAARs d'Euronext Paris conformément aux règles de marché d'Euronext Paris.

1.4. Procédure et calendrier de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre au plus tard le 9ème jour de négociation suivant la date de clôture de l'Offre. Euronext Paris indiquera dans son avis la date de règlement-livraison de l'Offre.

L'Offre sera réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat, et ce pour une période minimale de 10 jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »). Il est précisé que les termes de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale. L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre Réouverte.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.9 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.12 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du Projet de Note en Réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE ASSYSTEM ET INTENTIONS

2.1. Avis motivé du conseil de surveillance

« Le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 17 décembre 2013 sous la présidence de Monsieur Gilbert Lehmann en sa qualité de vice-président du conseil, à l'effet d'examiner le projet d'offre publique d'achat déposé par la société HDL Development, société par actions simplifiée au capital de 40 010 000 euros dont le siège social est situé 54-56 avenue Hoche, 75008 Paris, et dont le numéro d'identification est 798 774 600 (l'« Initiateur »), et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente cette offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

L'initiateur est entièrement contrôlé par la société HDL (« HDL »), société par actions simplifiée au capital de 53 417 349,17 euros, dont le siège social est situé rue Victor Pages, 26700 Pierrelatte, immatriculée au registre du tribunal de commerce de Romans sous le numéro 389 819 145. Monsieur Dominique Louis, Salvepar, Tikehau Capital Partners et Tikehau Preferred Capital détiennent respectivement 73,01%, 20,25%, 3,37% et 3,37% de son capital et de ses droits de vote.

A part Monsieur Michel Combes qui s'estime en situation de conflit d'intérêt et Madame Miriam Maes, représentée par Gilbert Lehmann, tous les membres du Conseil de surveillance de la Société étaient présents.

1. Monsieur le Président rappelle au Conseil de surveillance que l'Initiateur a déposé un projet d'offre publique d'achat aux termes de laquelle il offrira aux actionnaires, ainsi qu'aux porteurs des ORNANes et aux porteurs des BSAARs émis par la Société, d'acheter leurs titres pour un prix unitaire de :

- 20 euros par action,
- 23,50 euros par ORNANE (augmenté du Coupon Coutu),
- 8,90 euros par BSAAR (l'« Offre »).

Il est rappelé que l'Offre est soumise à la condition que le nombre d'actions, d'ORNANes et de BSAARs de la Société apportés à l'Offre soit tel que l'Initiateur détienne plus de 50% du capital et des droits de vote de la Société (en supposant l'ensemble des BSAARs en circulation exercés).

Par ailleurs, un accord d'investissement a été conclu le 28 octobre 2013 entre Monsieur Dominique Louis, HDL et la société Salvepar (l'« Accord d'Investissement »), prévoyant notamment :

- *la souscription par un ou plusieurs partenaires financiers, dont Salvepar, d'une augmentation de capital de 40 millions d'euros (prime d'émission incluse) dans HDL, étant précisé que (i) les partenaires retenus sont Salvepar S.A., Tikehau Capital Partners S.A.S. et le FCPR Tikehau Preferred Capital et (ii) les Titres de la Société détenus, directement ou indirectement, par HDL et qui constituent l'essentiel de ses actifs, ont été valorisés, pour les besoins de cette augmentation de capital, à 18 euros par action, 8 euros par BSAAR et 24 euros par ORNANE ;*

- sous réserve notamment de l'obtention des financements nécessaires, le lancement d'une offre publique sur les titres de la Société par une filiale d'HDL à créer ;
- la vente d'une partie des BSAARs détenus par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL à l'Initiateur au prix de l'Offre, et l'apport en nature du solde des BSAARs à l'Initiateur au prix de l'Offre ;
- l'apport en nature des actions de la Société détenues par les Sociétés DL à l'Initiateur au prix de l'Offre ; et
- l'apport de la totalité des ORNANes détenues par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL à l'Offre.

Le Président rappelle que les membres du Conseil de surveillance ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information rédigé par l'Initiateur présentant les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre ;
- l'attestation établie par Monsieur Didier Kling, en sa qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance lors de sa réunion du 20 novembre 2013, qui leur a été communiquée le 17 décembre 2013 ;
- le projet de note en réponse devant être déposée par la Société, qui contiendra notamment l'avis motivé du présent Conseil de surveillance sur l'Offre.

2. Le Président invite l'expert indépendant à exposer les conclusions de son rapport et à répondre aux questions des membres du Conseil de surveillance.

Le Conseil de surveillance relève notamment que :

- les différents critères de valorisation du prix de l'Offre tels qu'ils ressortent de la synthèse préparée par les banques présentatrices de l'Offre sont conformes à ceux retenus par l'expert indépendant ;
- l'expert indépendant a conclu au caractère équitable du prix de l'Offre et à l'égalité de traitement des actionnaires dans son rapport en date du 17 décembre 2013.

Le Conseil de surveillance prend acte que l'Initiateur envisage de procéder à un retrait obligatoire si les conditions sont remplies conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 du Règlement général de l'AMF.

Le Conseil de surveillance entreprend un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

3. Le Conseil de surveillance discute des motifs du projet d'Offre et des intentions de l'Initiateur, tels qu'ils apparaissent dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Au vu des termes de l'Offre, le Conseil de surveillance constate que :

- l'Offre traduit la volonté de l'Initiateur de renforcer sa position au capital de la Société afin de doter cette dernière d'un actionnaire de contrôle stable et de long terme ;
- l'Initiateur vise à garantir l'indépendance et la pérennité de la Société, tant dans sa capacité à poursuivre sa stratégie de développement industriel que dans sa volonté de continuer à mener une politique sociale responsable à l'égard de ses salariés ;
- l'Initiateur a l'intention de créer les conditions optimales permettant de conduire les transformations nécessaires à la Société pour s'adapter à l'évolution de ses marchés, conserver et accroître ses positions ;

- *l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier significativement le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;*
- *l'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, ainsi que de sa politique sociale, elle ne devrait donc pas avoir par elle-même d'impact significatif sur la politique de la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;*
- *l'Offre de l'Initiateur propose une liquidité immédiate et totale aux porteurs de titres de la Société.*

En conséquence, le Conseil relève que l'Offre n'aura aucune incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société et permettra de garantir l'indépendance et la pérennité de l'entreprise, tant dans sa capacité à poursuivre sa stratégie de développement industriel que dans sa volonté de continuer à mener une politique responsable à l'égard de ses salariés.

Le Conseil de surveillance considère que la mise en œuvre de l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés.

Le Conseil de surveillance, sur la base des conclusions de l'expert indépendant, relève que les conditions financières de l'offre font apparaître une prime pour les porteurs de titres.

A la lumière des éléments qui précèdent, prenant acte des éléments figurant dans le projet de note en réponse préparé par la Société, des conclusions de l'expert indépendant ainsi que de l'analyse des termes de l'Offre présentée par Dominique Louis, le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- ***considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;***
- ***approuve le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de l'Initiateur, suivi le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire ; et***
- ***recommande aux actionnaires et aux porteurs de titres d'apporter leurs titres à l'Offre.***

Le Conseil constate également que sous réserve d'une suite positive de l'Offre et dès que possible à la suite de son règlement-livraison, l'Initiateur entend proposer à l'assemblée générale des actionnaires de la Société d'adopter une gouvernance sous forme de conseil d'administration présidé par un président directeur général, Monsieur Dominique Louis, et de nommer un représentant des Fonds Tikehau au conseil d'administration de la Société et au sein de ses comités d'audit et des rémunérations et des nominations. »

2.2. Intentions des membres du conseil de surveillance

« Monsieur Michel Combes a signé avec l'Initiateur un engagement d'apport en nature de ses 17.000 titres.

La Société PGA Holding contrôlée par Pierre Guénant, a signé un engagement d'apport de 300.000 titres.

La Société Amaryllis Conseil a signé un engagement d'apport de 2500 titres

Monsieur Bruno Angles a déclaré qu'il apporterait les cent titres qu'il détient à l'Offre. »

2.3. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

« La Société détient, à la date du 17 décembre 2013, 1 832 823 actions d'autocontrôle, représentant 9,5% de son propre capital.

Le Conseil de surveillance relève qu'au regard des termes du programme de rachat d'actions en vigueur au sein de la société et de l'absence d'affectation d'une grande partie des titres d'autocontrôle, seules 169.596 actions sont indisponibles et non susceptibles d'être apportées à l'Offre.

Compte tenu des conditions de l'Offre, le Conseil de surveillance considère qu'il est de l'intérêt de la Société d'apporter à l'Offre les actions auto-détenues disponibles afin, notamment, de bénéficier de la liquidité immédiate qu'elle procure pour ce bloc important.

Par conséquent, le Conseil de surveillance décide, d'apporter l'ensemble des actions auto-détenues existantes à l'Offre à l'exception des titres indisponibles en raison de leur affectation :

- à la vie du contrat de liquidité, soit 20.000 titres ;
- à la couverture des actions gratuites à livrer en 2014, soit 108.400 actions relatives au plan du 29 novembre 2011 et 41.196 actions relatives au plan du 31 octobre 2012. »

2.4. Observations du comité d'entreprise

Non applicable.

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

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

A l'exception des accords décrits à la section 1.3 du Projet de Note d'Information, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT ASSYSTEM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1. Structure du capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social est fixé à la somme de 19 298 842 euros réparti en 19 298 842 actions de 1 euro de nominal. Le nombre de droits de vote théorique d'établit à 21 507 542 (dont 1 832 823 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte à la date du Projet de Note en Réponse], le capital de la Société est réparti comme suit :

Actionnaire	Actions	% du capital social	Droits de vote effectifs	%	Droits de vote théoriques	%
DL/ Groupe HDL	5 546 475	28,74%	5 840 497	29,69%	5 840 497	27,16%
Membres du CS et managers	704 356	3,65%	1 327 727	6,75%	1 327 727	6,17%
FCP Salariés	217 320	1,13%	431 880	2,20%	431 880	2,01%
Public	10 997 868	56,98%	12 074 093	61,36%	12 074 093	56,14%
Autocontrôle	1 832 823	9,50%	0	0	1 833 345	8,52%
TOTAL	19 298 842	100	19 674 197	100	21 507 542	100%

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 1 832 823 actions, représentant 9.50 % du capital de la Société.

A l'exception des BSAARs, des plans d'actions gratuites et des ORNANes, il n'existe à la date du Projet de Note en Réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Assystem dont elle a connaissance

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 4.1 ci-dessus.

4.3. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

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

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils (voir ci-après), n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

L'article 12 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire, agissant seul ou de concert, sans préjudice des seuils visés à l'article L. 233-7 alinéa 1 du code de Commerce, venant à détenir directement 2 % du capital ou des droits de vote de la Société ou un multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer par lettre recommandée avec avis de réception, la Société dans le délai prévu à l'article L. 233-7 alinéa 1 du code susvisé.

L'information prévue au paragraphe précédent pour tout franchissement de seuil d'un multiple de 2 % du capital ou des droits de vote est également faite lorsque la participation au capital ou aux droits de vote devient inférieure au seuil mentionné ci-dessus.

Le non-respect de déclaration des seuils statutaires donne lieu à privation des droits de vote dans les conditions prévues à l'article L. 233-14 du code susvisé, sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital ou des droits de vote de la société.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice du droit de vote.

4.3.3. *Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Assystem* (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce, à l'exception des clauses figurant dans les accords décrits à la section 1.3 du Projet de Note d'Information.

4.4. *Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Assystem*

Les actionnaires de la Société détenant plus de 5 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 4.1 ci-avant. A la connaissance de la Société et à la date du projet de Note en Réponse, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital social ou des droits de vote.

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

L'article 19 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même titulaire.

En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émissions, ce droit de vote double bénéficiera, dès leur émission, aux actions nominatives nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en raison d'actions d'anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

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

Néant.

4.7. *Accords entre actionnaires dont Assystem a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote*

A la connaissance de la Société, à la date du projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote tels que décrits dans le Projet de Note d'Information.

4.8. *Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et du conseil de surveillance*

La Société est administrée par un directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du conseil de surveillance.

4.8.1. *Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire*

Les règles de nomination et de révocation des membres du directoire sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 13 des statuts.

La limite d'âge, pour l'exercice des fonctions de membre du directoire est fixée à 70 ans accomplis, les fonctions de l'intéressé prenant fin à l'issue de la première assemblée générale ordinaire suivant la date anniversaire.

Les membres du directoire sont nommés par le conseil de surveillance qui en fixe le nombre qui peut être porté à sept, confère à l'un d'eux la qualité de président et détermine leur rémunération. La durée des fonctions des membres du directoire est de 3 ans.

Tout membre du directoire est révocable par le conseil de surveillance.

Chaque membre du directoire doit être propriétaire d'au moins une action de la société.

Le directoire de la Société est actuellement composé de Dominique Louis, Gérard Brescon, Gilbert Vidal.

4.8.2. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil de surveillance sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 15 des statuts.

Le conseil de surveillance est composé de trois membres au moins et de quinze au plus.

Chaque membre du conseil de surveillance doit être, pendant toute la durée de ses fonctions, propriétaire au moins d'une (1) action.

La durée des fonctions des membres du conseil de surveillance est de 3 ans.

Le membre du conseil de surveillance, nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Tout membre sortant est rééligible. Par dérogation aux dispositions qui précèdent, le nombre des membres du conseil de surveillance personnes physiques morales, âgées de plus de 70 ans, ne pourra à l'issue de chaque assemblée générale ordinaire annuelle appelée à statuer sur les comptes sociaux, dépasser le tiers (arrondi, le cas échéant, au nombre entier supérieur) des membres du conseil de surveillance en exercice.

Le conseil de surveillance nomme parmi ses membres un président et un vice-président qui exercent leurs fonctions pendant toute la durée de leur mandat de membre du conseil de surveillance. Les fonctions du président du conseil de surveillance seront rémunérées.

Le conseil de surveillance de la Société est actuellement composé de Michel Combes, Bruno Angles, Stanislas Chapron, Pierre Guenant, Gilbert Lehmann, Miriam Maes, Armand Carlier (société Amarillys), Martine Griffon-Fouco.

4.8.3. Règles applicables aux modifications des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

4.9. Pouvoirs du directoire, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres

4.9.1. Délégations financières

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le directoire dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Délégations de compétence/autorisations	Montant maximum de l'augmentation/Réduction de capital	Durée	AGE ayant pris la décision
Annulation des actions acquises en vertu des programmes de rachat d'actions	Réduction maximum 2 073 427 titres	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (15° résolution)
Emission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.	Augmentation en nominal jusqu'à 10 millions d'€	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (16° résolution)
Emission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans le cadre d'un Placement privé	Augmentation en nominal jusqu'à 10 % capital social / an, soit 2.000.000 €	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (17° résolution)
Emission d'actions réservées aux adhérents d'un PEE	Montant nominal au jour de la mise en œuvre = 2% du capital social	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (18° résolution)
Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre (nouveau régime légal et fiscal) Dont 1% du montant nominal sans condition de performance à certains salariés (hors Directoire)	Augmentation 3% du montant nominal du capital au jour de l'utilisation de l'autorisation	38 mois (jusqu'au 21 juillet 2016)	22/05/2013 (19° résolution)
Augmentation du montant de chacune des émissions avec ou sans droit préférentiel de souscription.	Dans la limite de 15% de l'émission initiale	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (20° résolution)
Fixation du montant global des délégations consenties au Directoire en vue d'augmenter le capital social, soit : * 16ème, 17ème et 18ème résolution en capital * 14ème, 15ème, 16ème 17ème et 18ème résolution en titres de créances	10.00.000 € en capital social nominal et 150.000.000 € maximum en titres de créances	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2013 (22° résolution)
Emission de titres de capital et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription.	8.000.000 € maximum en capital social nominal	26 mois jusqu'au 23 juillet 2014	23/05/2012 (15ème résolution) remplace la 16ème résolution AGE du 12 mai 2011
Augmentation de capital par OPE sur les BSARS 2015	échange	18 mois jusqu'au 23 novembre 2013	23/05/2012 (16ème résolution)
Incorporation de réserves, bénéfices, primes de fusion ou d'apport combiné ou non avec émission d'actions de performance	Augmentation 20 M€ du montant nominal du capital social	26 mois (jusqu'au 21/07/2015)	22/05/2015 (22° résolution)

Le nombre total d'actions propres détenues par la Société au 30 novembre 2013 s'élève à 1 833 345.

4.9.2. Plans d'actions gratuites

A la date du Projet de Note en Réponse, 51 599 Actions Gratuites sont en Période de Conservation (laquelle n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) et 212 096 Actions Gratuites sont en Période d'Acquisition (laquelle n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte). Aucune de ces Actions Gratuites ne pourra donc être apportée à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, sous réserve du cas où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause d'invalidité ou de décès du bénéficiaire) pendant la durée de l'Offre, ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Il est indiqué dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur que l'Initiateur proposera aux titulaires d'Actions Gratuites dans l'hypothèse où une procédure de retrait obligatoire serait mise en œuvre après la clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, où dans l'hypothèse où la liquidité des actions de la Société serait fortement réduite à l'issue de l'Offre ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, de conclure un contrat de liquidité (voir la section 1.3.5 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur).

Ce contrat de liquidité comporterait une promesse de vente consentie par les titulaires d'Actions Gratuites ou les actionnaires concernés, au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier pendant 90 jours à compter de la date à laquelle les périodes de conservation des actions visées ci-dessus auront expiré, suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'Actions Gratuites ou les actionnaires concernés, exerçable pendant 180 jours à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente.

Le prix des promesses de vente et d'achat serait déterminé par un expert indépendant une fois par an sur la base de méthodes de valorisation cohérentes avec celles utilisées pour déterminer le prix des actions dans le cadre de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire

4.10. Accords conclus par Assystem qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Assystem ou en cas de radiation de Assystem de la cote

4.10.1. ORNANES

Le 6 juillet 2011, la Société a procédé à l'émission de 4.181.818 ORNANES à échéance au 1^{er} janvier 2017. Les porteurs d'ORNANES peuvent exercer leur droit à l'attribution d'actions pendant la période allant du 6 juillet 2011 au 31 décembre 2014 (inclus) uniquement dans certains cas décrits dans le prospectus d'émission des ORNANES visé par l'AMF le 28 juin 2011 sous le n°11-268 (en ce compris en cas d'offre publique) puis à tout moment jusqu'au dix-huitième jour de bourse (exclu) précédant le 1^{er} janvier 2017 à partir du 1^{er} janvier 2015 (inclus).

A la date du Projet de Note en Réponse, 4 181 818 ORNANES sont en circulation.

L'ouverture de l'Offre, opération qui est susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle (tel que ce terme est défini dans le prospectus susvisé), entraînerait un ajustement temporaire du ratio d'attribution d'actions conformément au Prospectus susvisé.

Le Prospectus prévoit également que tout titulaire d'ORNANES peut, en cas de changement de contrôle ou dans l'hypothèse où le flottant (tels que définis dans le Prospectus susvisé) de la Société devient inférieur à 25 %, à son seul gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des ORNANES dont il est titulaire.

4.10.2. Contrats comportant des clauses de changements de contrôles

En matière commerciale

La convention commerciale conclue par Assystem avec la société HDL prévoient les modalités de calcul de l'indemnité de résiliation de cette convention en cas de changement de contrôle amical et inamical :

- en cas de changement de contrôle amical d'Assystem et avec un préavis de trois mois, à deux fois la moyenne de la partie fixe due au titre des prestations effectuées au cours des deux années précédant la résiliation ;
- à la suite d'un changement de contrôle inamical, notamment par offre publique d'acquisition ou d'échange sur Assystem non sollicitée par ses dirigeants, à trois fois la moyenne de la partie fixe due au titre des prestations effectuées au cours des deux dernières années précédant la résiliation.

La nature même de l'activité du Groupe Assystem (accès aux programmes R&D, développements innovants, intervention sur des opérations classées confidentiel défense...) est fondée sur l'indépendance d'Assystem ; les relations commerciales, les accords commerciaux consolidant le positionnement d'Assystem dans tel ou tel secteur peuvent contenir également des clauses de « changement de contrôle » qui pourraient être mises en oeuvre par nos clients ponctuellement ou dans le temps en cas d'offre publique non sollicitée.

En matière financière

Les contrats signés avec les banques ayant participé à la souscription des obligations « ORNANE », prévoient que ces dernières peuvent demander, à tout moment, en cas de changement de contrôle de la Société, le remboursement de leurs obligations, le contrôle de référence étant celui exercé par Dominique Louis en direct et par les sociétés qu'il dirige ou contrôle (HDL, H2DA, EEC , CEFI D).

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

En cas de rupture de contrat de travail de monsieur Gilbert Vidal à l'initiative de l'employeur, Assystem s'est engagée à verser une indemnité globale fixée forfaitairement à 400 000 euros (sauf en cas de rupture pour faute grave ou lourde);

La convention commerciale conclue par Assystem avec la société HDL/H2DA prévoient les modalités de calcul de l'indemnité de résiliation de cette convention en cas de changement de contrôle amical et inamical :

- en cas de changement de contrôle amical d'Assystem et avec un préavis de trois mois, à deux fois la moyenne de la partie fixe due au titre des prestations effectuées au cours des deux années précédant la résiliation ;

- à la suite d'un changement de contrôle inamical, notamment par offre publique d'acquisition ou d'échange sur Assystem non sollicitée par ses dirigeants, à trois fois la moyenne de la partie fixe due au titre des prestations effectuées au cours des deux dernières années précédant la résiliation.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Didier Kling & Associés, représenté par Monsieur Didier Kling, a été désigné le 20 novembre 2013 à l'unanimité par le conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 17 décembre, 2013, est reproduit ci-après.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Le cabinet Didier Kling & Associés a été désigné par le Conseil de surveillance de la société ASSYSTEM (ci-après « Assystem » ou la « Cible ») en date du 20 novembre 2013 en qualité d'expert indépendant en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre » ou l'« OPA ») visant les actions, les obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ci-après les « ORNANE ») et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (ci-après les « BSAAR ») de la société Assystem, initiée par la société HDL DEVELOPMENT (ci-après l'« Initiateur »).

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF ») et plus particulièrement de son article 261-1 I al 2, eu égard à la présence de dirigeants communs entre la Cible et l'Initiateur, ainsi que de son article 261-1 I al 4 au vu des opérations d'apports en nature de titres, actions et BSAAR, d'Assystem et en numéraire à HDL DEVELOPMENT, qui requièrent la désignation d'un expert indépendant.

La société Assystem nous a confirmé l'absence de dispositions particulières entrant dans le champ des articles 261-1 I al 6 et 261-1 II de ce même Règlement pouvant justifier notre intervention dans ce cadre.

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 261-1 alinéa 1 du Règlement Général de l'AMF et à 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 Assystem et ses conseils, 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. Présentation de l'activité d'Assystem et positionnement dans son environnement
4. Eléments d'appréciation de l'Offre
5. Analyse des éléments de valorisation des Banques présentatrices
6. Accords et opérations connexes à l'Offre
7. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

Annexes

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1.	Présentation de l'Offre	4
1.2.	Contexte de l'Offre.....	7
1.3.	Rappel des principaux termes de l'Offre	7
1.4.	Procédure et calendrier de l'Offre	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE ASSYSTEM et intentions	8
2.1.	Avis motivé du conseil de surveillance	8
2.2.	Intentions des membres du conseil de surveillance	10
2.3.	Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues.....	10
2.4.	Observations du comité d'entreprise	11
3.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	11
4.	ÉLÉMENTS CONCERNANT ASSYSTEM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	11
4.1.	Structure du capital de la Société.....	11
4.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de Assystem dont elle a connaissance	11
4.3.	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	11
4.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	11
4.3.2.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote	12
4.3.3.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Assystem] (article L. 233-11 du code de commerce).....	12
4.4.	Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Assystem	12
4.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	12
4.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	12
4.7.	Accords entre actionnaires dont Assystem a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote.....	12
4.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et du conseil de surveillance.....	12
4.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire	12
4.8.2.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance	13
4.8.3.	Règles applicables aux modifications des statuts	13
4.9.	Pouvoirs du directoire, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres	13

4.9.1.	Délégations financières	13
4.9.2.	Plans d'actions gratuites.....	14
4.10.	Accords conclus par Assystem qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Assystem ou en cas de radiation de Assystem de la cote.....	15
4.10.1.	ORNANES	15
4.10.2.	Contrats comportant des clauses de changements de contrôles.....	15
4.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire ou du conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	15
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
1.	PRESENTATION DE L'OPERATION	6
1.1	Sociétés concernées par l'opération	6
1.1.1	Présentation de la société Assystem	6
1.1.2	Présentation de l'Initiateur de l'Offre.....	6
1.2	Présentation des motifs et des termes de l'opération	7
1.2.1	Motifs de l'opération	7
1.2.2	Termes de l'opération.....	7
1.2.3	Financement de l'opération	10
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
2.1	Présentation du cabinet Didier Kling & Associés	11
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des derniers mois	11
2.3	Déclaration d'indépendance	12
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	12
2.5	Rémunération	12
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	13
2.6.1	Programme de travail détaillé.....	13
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	14
2.6.3	Liste des personnes rencontrées ou contactées.....	15
2.6.4	Informations utilisées	15
3.	PRESENTATION DE L'ACTIVITE D'ASSYSTEM ET POSITIONNEMENT DANS SON ENVIRONNEMENT	17
3.1	Présentation de l'activité de la société	17
3.2	Evolution du Périmètre et positionnement de la Société dans son environnement	18
3.3	Analyse SWOT	24
4.	ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE	26
4.1	Données structurant l'évaluation d'Assystem	26
4.1.1	Référentiel comptable	26
4.1.2	Date de l'évaluation.....	26

4.1.3	Structure du capital et nombre d'actions retenu	27
4.1.4	Endettement net	28
4.1.5	Plan d'affaires	28
4.2	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées pour la détermination de la valeur de l'action ASSYSTEM	32
4.2.1	Références et méthodes patrimoniales	32
4.2.1.1	Référence à l'actif net comptable (ANC)	32
4.2.1.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)	32
4.2.2	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	32
4.2.3	Méthode des multiples de transactions comparables	33
4.3	Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues pour la détermination de la valeur de l'action ASSYSTEM	34
4.3.1.	Référence au cours de bourse de la Société.....	35
4.3.2.	Référence aux cours-cibles des analystes.....	38
4.3.3.	Méthode des comparables boursiers	38
4.3.4.	Références aux transactions significatives réalisées sur les titres de la Société	42
4.3.5.	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)	44
4.4	Evaluation des instruments financiers donnant accès au capital d'Assystem	47
4.4.1.	Evaluation des BSAAR 2015	47
4.4.1.1	Présentation des BSAAR et méthodes de valorisation	47
4.4.1.2	Analyse du cours de bourse des BSAAR 2015	47
4.4.1.3	Analyse de la valeur théorique des BSAAR 2015	49
4.4.2.	Evaluation des ORNANE 2017	50
4.4.2.1	Présentation des ORNANE 2017 et méthodes de valorisation	51
4.4.2.2	Analyse du cours de bourse des ORNANE 2017	52
4.4.2.3	Analyse de la valeur théorique des ORNANE 2017.....	53
4.4.2.4	Valeur de conversion et remboursement anticipé en cas d'Offre publique	54
4.5	Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre	56
5.	ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DES BANQUES PRESENTATRICES	59
5.1	Données structurant l'évaluation :	59
5.2	Référence au cours de bourse	60
5.3	Référence aux cours-cibles des analystes	60
5.4	Méthode des multiples de comparables boursiers	61
5.5	Référence aux transactions significatives réalisées sur les titres d'Assystem	61
5.6	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)	61
5.7	Valorisation des BSAAR 2015	62
5.8	Valorisation des ORNANE	62
5.9	Synthèse	64

6.	ACCORDS ET OPERATIONS CONNEXES A L'OFFRE	66
7.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE	70
6.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	90
ANNEXES		

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société Assystem

Assystem est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 19.254.342 euros, dont le siège social est situé au 70, boulevard de Courcelles - Paris (75017), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 412 076 937, et dont les actions, les ORNANE et les BSAAR (ensemble, les « Titres ») sont admis aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris respectivement sous les codes ISIN : FR0000074148, FR0011073006 et FR0010630590.

La société, opérateur de premier ordre en ingénierie industrielle, réalise son activité dans la Recherche & Développement externalisée (ci-après « R&D externalisée ») et l'ingénierie des infrastructures complexes. Assystem réalise environ 40% de son activité à l'international.

1.1.2 Présentation de l'Initiateur de l'Offre

La société HDL DEVELOPMENT (ci-après dénommé « l'Initiateur »), est une société par actions simplifiée au capital de 10.000 euros¹⁰, dont le siège social est situé 54-56, avenue Hoche – 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 798 774 600.

HDL DEVELOPMENT est un véhicule d'investissement non coté, détenu au plus haut niveau par Monsieur Dominique Louis.

Préalablement à l'Offre, en vue d'assurer le financement nécessaire au règlement des titres apportés, HDL a ouvert son capital à SALVEPAR SA et à ses sociétés liées, Tikehau Capital Partners et FCPR Tikehau Preferred Capital. Ces investisseurs ont souscrit à une augmentation de capital d'un montant de 40 millions d'euros.

La société émettra 2 millions d'actions d'une valeur nominale de 20€ au profit de HDL en rémunération de l'apport en numéraire de 40 millions d'euros que cette dernière envisage d'effectuer pour assurer une partie du financement de l'Offre.

A l'issue de l'opération d'apport d'actions et de BSAAR Assystem, effectuée par HDL, H2DA, CEFID, EEC (ci-après les « Holdings de Dominique Louis »), et par quatre managers dont Monsieur Dominique Louis, l'Initiateur détiendra à son actif des titres d'Assystem et de la trésorerie.

¹⁰ Capital initial avant augmentation du capital en rémunération des apports en nature de titres Assystem et en numéraire

Cette opération d'apport est soumise à la réalisation de conditions suspensives, notamment :

- à l'obtention d'une déclaration de conformité de la part de l'AMF sur le projet d'OPA ;
- à la réussite de l'Offre, réalisée par l'atteinte du seuil de réussite stipulé dans la note d'information.

En rémunération de ces apports, la société augmentera son capital de 6.082.694 actions d'une valeur nominale de 20€.

1.2 Présentation des motifs et des termes de l'opération

1.2.1 Motifs de l'opération

Le Président-fondateur et actionnaire de référence d'Assystem, Monsieur Dominique Louis, souhaite donner les moyens à la Société de poursuivre son développement sans que celle-ci ne soit soumise à une pression trop importante de la part des marchés financiers.

La dégradation de la conjoncture économique, exacerbée par un marché fortement concurrentiel requiert de la part d'Assystem une forte adaptabilité afin de rester compétitif, d'accroître ses parts de marché et de continuer à accompagner ses clients actuels.

La présente Offre vise à renforcer la position au capital d'un actionnaire de référence, afin que la société puisse poursuivre les évolutions et transformations engagées au cours des derniers exercices. Cette Offre apporterait également une liquidité immédiate et totale aux porteurs de Titres. Il convient de préciser qu'il s'agit d'une offre volontaire.

Par ailleurs, Monsieur Dominique Louis, Président du Directoire de la Société, et les Holdings de Dominique Louis détiennent 28,75% du capital d'Assystem. Un contrôle de fait est supposé déjà être exercé sur Assystem.

1.2.2 Termes de l'opération

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du Règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, HSBC France, Lazard Frères Banque et Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé, en date du 17 décembre 2013, un projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat, étant précisé que seules Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, HSBC France et Société Générale garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Celle-ci sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société et porteurs d'ORNANE et de BSAAR, tous les Titres de la Société qui seront apportés à l'Offre pendant une période minimum de 25 jours de négociation, sur la base des prix unitaires suivants :

- Action : 20 €
- BSAAR : 8,9 €
- ORNANE : 23,5 € (augmenté du coupon couru).

Il convient de rappeler, s'agissant d'une offre publique d'achat, que chaque porteur de Titres demeure libre d'apprécier personnellement s'il souhaite apporter ses Titres à l'Offre ou les conserver.

Nombre de titres Assystem apportés à l'Initiateur parallèlement à l'Offre

La société HDL DEVELOPMENT bénéficiera de l'apport des actions et des BSAAR d'Assystem, qui se réalisera à la levée des conditions suspensives décrites dans le traité d'apport en date du 13 décembre 2013, notamment :

- l'obtention d'une déclaration de conformité de la part de l'AMF sur le projet d'OPA ;
- la réussite de l'Offre, réalisée par l'atteinte du seuil de réussite stipulé dans la note d'information.

Cette opération d'apport sera réalisée à des prix identiques à ceux proposés dans le cadre de l'Offre, par les actionnaires d'Assystem suivants :

Porteurs	Action	BSAAR
HDL SAS	3 438 466	316 750
EEC SAS	59 090	n.a
CEFID SAS	1 020 607	609 673
H2DA /DL	1 028 312	n.a
Dominique Louis	n.a	71 825
Gérard Brescon	40 000	n.a
Michel Combes	17 000	n.a
David Bradley	35 000	n.a
TOTAL	5 638 475	998 248

En outre, l'Initiateur détient, au 16 décembre 2013, 1.220.945 BSAAR acquis auprès des sociétés HDL, H2DA, CEFID et EEC, au prix de la présente Offre.

Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

➤ Avec engagement d'apport :

Porteurs	Action	BSAAR	ORNANE
Stéphane Aubarbier	50 000	57 143	n.a
Gérard Brescon	74 738	106 143	2 727
Mme et M. Vidal	67 100	90 150	1 365
David Bradley	52 713	137 857	n.a
FCPE Assystem	217 870	n.a	n.a
PGA HOLDING	300 000	n.a	n.a
BPI France Participations	1 070 397	n.a	n.a
EEC	n.a	n.a	66 450
SARL Amaryllis Conseil	2 500	n.a	n.a
Assystem Deutschland Holding GmbH	34 134	n.a	n.a
True Pearl Limited	28 593	n.a	n.a
Dominique Louis	n.a	n.a	3 950
Edmond de Rothschild SA	787 907	n.a	n.a
TOTAL	2 685 952	391 293	74 492

➤ Sans engagement d'apport :

Sans tenir compte des titres cités ci-avant, le nombre de titres - actions, BSAAR et ORNANE - en circulation au 30 novembre 2013, susceptibles d'être apportés à l'Offre, est détaillé comme suit :

✓ Actions :

- Auto-détenues : 1.663.749 titres, décision soumise au Conseil de surveillance devant se tenir le 17 décembre 2013.
- Actions détenues par les autres actionnaires : le solde des actions susceptibles d'être apportées s'élève à 9.089.471 actions correspondant à 9.310.666 actions après deduction de 169.596 actions auto-détenues et de 51.599 actions gratuites en période de conservation qui ne sont pas visées par l'Offre sauf dans les cas de décès/invalidité des bénéficiaires.

Ainsi que les actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, consécutivement à l'exercice de BSAAR ou au remboursement d'ORNANE.

Il est rappelé que les titres auto-détenus dans le cadre du contrat de liquidité, soit 20.000 titres, et au titre de couverture des actions gratuites à livrer en 2014 soit 149.596, seront conservés par la Cible.

✓ BSAAR :

Le solde des BSAAR susceptibles d'être apporté s'élève à 416.201 bons sur un total de 3.026.687 bons, représentant 13,8% du total des BSAAR.

✓ ORNANE :

Le solde des ORNANE susceptibles d'être apporté s'élève à 4.107.326, représentant 98,2% du total des ORNANE.

A l'exception des actions, des BSAAR et des ORNANE mentionnés ci-dessus, il existe plusieurs plans d'attribution d'actions gratuites (cf. note d'opération émise par l'Initiateur de l'Offre au § 2.6) susceptibles de donner accès à terme, au capital social de la Société.

Il est à rappeler que, conformément aux dispositions de l'article 231-9 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur soumet son Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre de Titres tel que l'Initiateur détienne plus de 50 % du capital et des droits de vote de la Société, en supposant l'ensemble des BSAAR en circulation, exercés.

1.2.3 Financement de l'opération

Le coût d'achat total des actions, BSAAR et ORNANE susceptibles d'être apportés, en prenant pour hypothèse un taux de succès de 100 %, serait de 375 millions d'euros soit :

- 13.439.172 Actions pour 20€
- 807.494 BSAAR pour 8,9€
- 4.181.818 ORNANE pour 23,71€ (prix de l'offre : 23,5€ augmenté de 0,21€ de coupon couru).

Le financement de l'Offre sera assuré par:

- des apports en fonds propres par HDL à l'Initiateur ainsi que par M. Stéphane Aubarbier pour un montant de 31 millions d'euros ;
- un emprunt bancaire pour le solde du coût de l'Offre, dans le cadre du contrat de crédit conclu avec les CA-CIB, HSBC France, Crédit Lyonnais et Société Générale.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable membre de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes de Paris. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française, membre du réseau Crowe Horwath International.

L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opérations d'apports-fusions, arbitrage, évaluation financière, expertise indépendante et expertise judiciaire.

Le cabinet dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant des sociétés cotées. Les moyens techniques nécessaires à ces missions comprennent notamment les abonnements à plusieurs bases de données financières.

La présente mission a été réalisée par Didier Kling, associé signataire, assisté par :

- Anne Nouquati, associée,
- Hugues Morize, associé,
- Guillaume Giné, directeur de mission,

disposant chacun d'une expérience significative dans ce type d'opération.

- ainsi que par trois analystes du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Dominique Mahias, associée.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des derniers mois

Plusieurs 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 Didier Kling & Associés au cours des derniers mois. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

Date	Cible	Initiatrice	Type d'offre
Mars 2013	RUE DU COMMERCE	ALTACOM	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
Mars 2013	MRM		Augmentation de capital réservée
Nov 2012	SAFA	COMPAGNIE DU CAMBODGE	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
Juin 2012	TECHNICOLOR		Augmentation de capital réservée
Mai 2012	PARIS ORLEANS	ROTHSCHILD CONCORDIA	Offre publique de retrait
Mai 2012	BACCARAT		Augmentation de capital réservée
Sept 2011	ALDETA	ALTA BLUE	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
Sept 2011	ECT INDUSTRIES	NSE HOLDING	Offre publique d'achat simplifiée
Juil 2011	EDF ENERGIES NOUVELLES	EDF SA	Offre publique de retrait
Mai 2011	EDF ENERGIES NOUVELLES	EDF SA	Offre publique alternative simplifiée d'achat ou d'échange

2.3 Déclaration d'indépendance

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés :

- 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, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, 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 Assystem au cours des dix-huit derniers mois.
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération, 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.

Le cabinet Didier Kling & Associés exerce les fonctions de commissaire aux comptes dans certaines entités appartenant au Groupe Edmond de Rothschild. Ce groupe détient une participation minoritaire dans Assystem (environ 4% du capital).

Les honoraires annuels perçus au titre de ces mandats sont non significatifs par rapport aux honoraires annuels actuels de notre cabinet (9,7% des honoraires annuels).

Au regard de ces éléments, l'exercice de ces mandats de commissaire aux comptes n'apparaît pas de nature à remettre en cause l'indépendance de Didier Kling et du cabinet Didier Kling & Associés. Dès lors, il n'y a pas de situation de conflit d'intérêts avec les 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.

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

Le cabinet Didier Kling & Associés 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 Didier Kling & Associés au titre de la présente mission s'élève à 100.000 € euros, hors taxes et frais annexes à la mission.

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

2.6.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- prise de connaissance générale ;
- analyse de l'environnement juridique et fiscal ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

II Préparation de l'évaluation

Analyse des données financières d'Assystem

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse des données financières historiques ;
- retraitements des comptes en vue de préparer l'évaluation.

Prise de connaissance de l'environnement sectoriel ainsi que des notes des analystes suivant la Société

Analyse de la documentation juridique et financière communiquée relative à l'Offre

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir et à écarter

III Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Méthodes d'évaluation écartées dans l'évaluation d'Assystem:

- Actif net réévalué ;
- Actualisation des dividendes ;
- Méthode des transactions comparables.

Evaluation multicritères mise en œuvre dans l'évaluation d'Assystem :

- Référence au cours de bourse :
Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre)
Calcul des différentes moyennes du cours de bourse
- Méthode des comparables boursiers :
 - Recherche des comparables boursiers
 - Valorisation des comparables en termes de multiples
 - Analyse des principaux agrégats financiers des comparables boursiers
 - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus
- Référence aux dernières opérations portant sur le capital de la société.

- Méthode des cours cibles des analystes financiers :
Recherche et analyse des notes des analystes parues avant le 29 octobre 2013
Calcul des différentes moyennes et médianes
- Méthode des flux de trésorerie actualisés :
Mise en œuvre de la méthode au regard du plan d'affaires (construction des flux, détermination du taux d'actualisation, valorisation de l'action...)
Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini,...)
- Méthode de Black-Scholes :
Mise en œuvre de la méthode au regard des caractéristiques des BSAAR et des ORNANE (détermination du taux sans risque, des dividendes, du spread de crédit, de la volatilité, valorisation des instruments financiers...)
Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux sans risque, volatilité, spread de crédit)

IV Synthèse sur l'appréciation des prix de l'Offre

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et la détermination de fourchettes de valeurs ;
- Appréciation des prix de l'« Offre » au regard des travaux réalisés ;
- Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération envisagée.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par les Banques présentatrices

VI Point d'étape : présentation au Conseil de surveillance, tenu le 10 décembre 2013, d'une synthèse des travaux de valorisation à date.

VII Rédaction du rapport de l'expert indépendant

VIII Rédaction d'une lettre d'affirmation

IX Revue indépendante

X Emission du rapport

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil de surveillance d'Assystem a nommé le cabinet Didier Kling & Associés en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 20 novembre 2013.

Notre mission s'est déroulée du 20 novembre au 17 décembre 2013. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 20 novembre au 22 novembre 2013 : prise de connaissance, analyse du contexte de l'opération, entretiens avec la direction et avec la Banque présentatrice Lazard Frères ;
- Du 23 novembre au 16 décembre 2013 : préparation de l'évaluation, poursuite des entretiens ;
- 10 décembre 2013 : présentation des travaux à date, de l'expert indépendant, au Conseil de surveillance d'Assystem ;
- 17 décembre 2013 : remise du rapport d'expertise indépendante.

Au cours de cette mission, les échanges ont pu être effectués lors de réunions de travail et également par courriels ou entretiens téléphoniques.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

ASSYSTEM

Monsieur Gilbert VIDAL, Directeur financier Groupe, membre du Directoire
Monsieur Christophe MOREAU, Directeur comptable Groupe
Monsieur Stéphane AMBERG

LAZARD FRERES, Banque présentatrice

Monsieur Vincent LE STRADIC, Associé-gérant
Monsieur François FUNCK-BRENTANO, Associé-gérant
Monsieur Joy SIOUFI, Fondé de pouvoir
Monsieur André TAN, Fondé de pouvoir
Monsieur Laurent BOUQUET, Analyste
Monsieur Guillaume DARAUX, Analyste
Monsieur Pierre Cedric EKOMBOL, Analyste

Cabinet Jones Day, avocat conseil de l'initiateur

Maître Renaud BONNET, avocat

2.6.4 Informations utilisées

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

- Comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2012 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- Comptes semestriels et consolidés au 30 juin 2013, attestés par les commissaires aux comptes ;
- Documents de référence (DDR) et information réglementée disponibles sur le site Internet de la Société ;
- Documentation juridique d'Assystem ;
- Rapport d'évaluation préliminaire de la Banque présentatrice LAZARD FRERES ;

- Projets et note d'information déposée auprès de l'AMF le 17 décembre 2013 par les banques présentatrices ;
- Plan d'affaires 2014-2016 arrêté par le Directoire en date du 12 septembre 2013 ;
- Budget 2013 ;
- Plan d'affaires prévisionnel 2017-2020 préparé par la Direction d'Assystem ;
- Rapport d'évaluation élaboré par BNP Paribas à l'occasion de la cession partielle de la participation dans Assystem détenue par le FSI ;
- Rapport d'évaluation des ORNANE établi par ODDO au 30 juin 2013 ;
- Etudes et notes publiées par les analystes financiers suivants au cours de l'exercice 2013 : Gilbert Dupont, Kepler Chevreux, Natixis, Oddo, Aurel BCG, Arkeon Finance ;
- Eléments comptables étayant les hypothèses de construction du plan d'affaires ;
- Rapport spécial sur les conventions et engagements réglementés 2011 et 2012 ;
- Convention d'investissement et de coopération conclue entre Monsieur Dominique Louis / HDL SAS et Salvepar SA ;
- Treize contrats d'engagement d'apport de titres conclus entre l'Initiateur et treize actionnaires dont le FCPE Assystem ;
- Documents de présentation de l'Offre visant les Titres de la société Assystem ;
- Informations de marché diffusées par InFinancials, Bloomberg, Factset et Thomson One ;
- Données financières publiées par les sociétés du secteur ;
- Transactions intervenues sur le secteur, identifiées par Epsilon Research, à partir de sa base de données EMAT ;
- Pacte d'Associés en date du 13 décembre 2013 ;
- Rapport du commissaire aux apports, Monsieur Emmanuel DRAY, sur la valeur des apports de titres Assystem à HDL DEVELOPMENT par HDL, H2DA, CEFID, CEFID, EEC, et par quatre managers d'Assystem dont Monsieur Dominique LOUIS, en date du 13 décembre 2013.

3. PRESENTATION DE L'ACTIVITE D'ASSYSTEM ET POSITIONNEMENT DANS SON ENVIRONNEMENT

3.1 Présentation de l'activité de la société

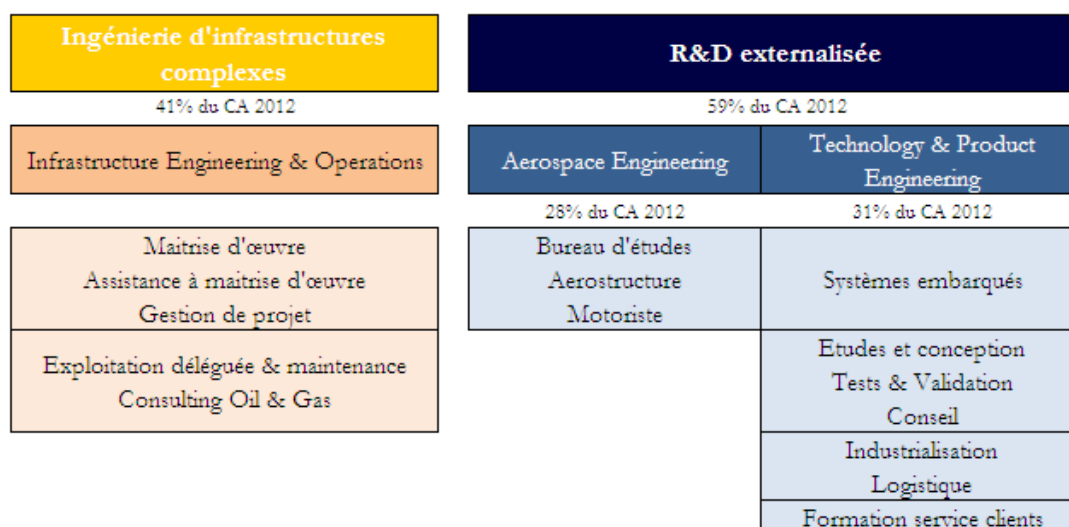
Assystem trouve ses origines dans l'entreprise Atem, fondée en 1966 par d'anciens ingénieurs du programme nucléaire français. L'activité « Nucléaire » a représenté l'essentiel de son chiffre d'affaires jusqu'à la fin du siècle dernier.

La fusion d'Atem avec Alphatem, codétenue par Dominique Louis et la Cogema, donne naissance à Assystem qui s'introduit en bourse en 1995.

Peu après, l'entreprise s'est diversifiée avec l'acquisition d'un bureau d'études en 1996 mettant ainsi un pied dans la R&D externalisée, activité qui assurera la croissance du Groupe à partir de 2000, notamment suite à la fusion avec Brime. S'ensuit une série d'acquisitions à l'international qui positionne désormais Assystem parmi les 10 premiers groupes européens d'ingénierie en 2012¹¹.

Le Groupe est présent sur le marché de l'ingénierie à travers deux grands métiers que sont l'ingénierie des infrastructures complexes (a) et la R&D industrielle externalisée (b).

Les offres du groupe peuvent se décomposer ainsi :



Source : Rapport de gestion 2012

¹¹ Classement des 300 premiers groupes de conseil en ingénierie et en architecture par The Swedish Federation of Consulting Engineers and Architects – décembre 2012

(a) L'ingénierie des infrastructures complexes, qui représente 41% de son chiffre d'affaires en 2012, concerne essentiellement le secteur de l'énergie (33% du CA global du Groupe en 2012), et particulièrement le nucléaire (18,5% du CA Groupe).

Courant 2011 et début 2012, Assystem a fait l'acquisition du groupe MPH, fortement positionné sur le marché du pétrole et du gaz avec des structures et des équipes basées au Moyen-Orient et en Afrique.

(b) La R&D externalisée représentait 59% du chiffre d'affaires d'Assystem en 2012. Le Groupe s'est fortement développé dans les secteurs du transport : l'aéronautique représente 36% du CA, l'automobile et le transport 18%.

Le resserrement des panels fournisseurs initié depuis quelques années par les grands donneurs d'ordre se poursuit et s'accompagne d'un mouvement de généralisation des prestations au forfait qui privilégient les grands acteurs dont Assystem fait partie. Aujourd'hui, environ 60% des prestations d'Assystem se font au forfait.

Dans le cadre des contrats au forfait, le prix de vente est déterminé à la signature du contrat. La marge de l'ingénierie dépend des estimations de coût et du prix de vente incluant la rémunération du risque et le niveau de compétences requis. Par opposition, les contrats en régie prévoient une rémunération au temps passé, sur la base d'un tarif horaire négocié. L'expertise accumulée par Assystem lui permet de disposer du recul nécessaire pour appréhender au mieux les contrats au forfait, très fréquents en France.

3.2 Evolution du Périmètre et positionnement de la Société dans son environnement

3.2.1. Historique du groupe et ses dates clés

L'histoire d'Assystem débute en 1966 avec la création d'Atem spécialisée dans l'organisation de la mise en service d'unités industrielles (nucléaire, sidérurgie,...).

Atem crée en 1989 une filiale commune avec Cogema, Alphatem.

En 1995, la fusion d'Atem et d'Alphatem donne naissance à Assystem, coté à la bourse de Paris.

Dès 1996, Assystem diversifie ses compétences en proposant ses services dans la conception de produits pour les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile (à travers l'acquisition de Studia, notamment).

En 2003, la fusion avec Brime Technologies permet au groupe d'entrer dans le secteur des hautes technologies.

Entre 2003 et 2013, Assystem accélère son développement à l'international en procédant à des acquisitions ciblées :

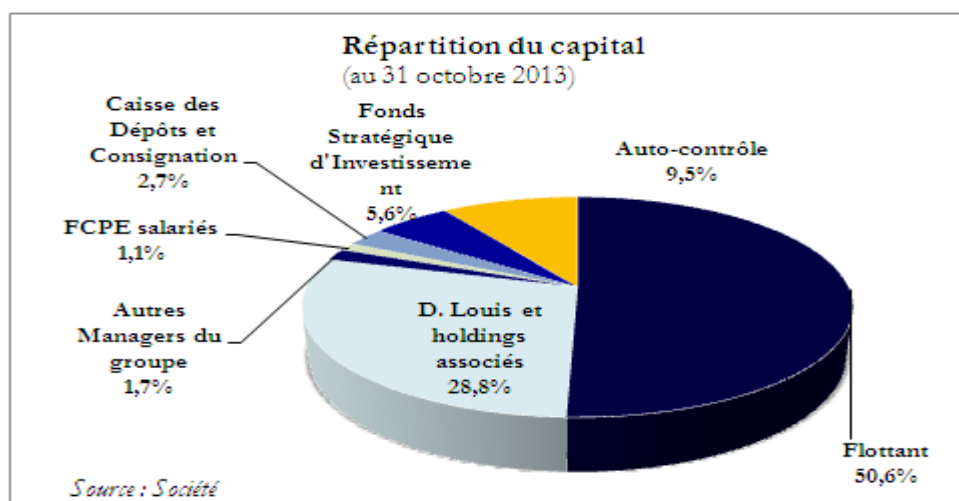
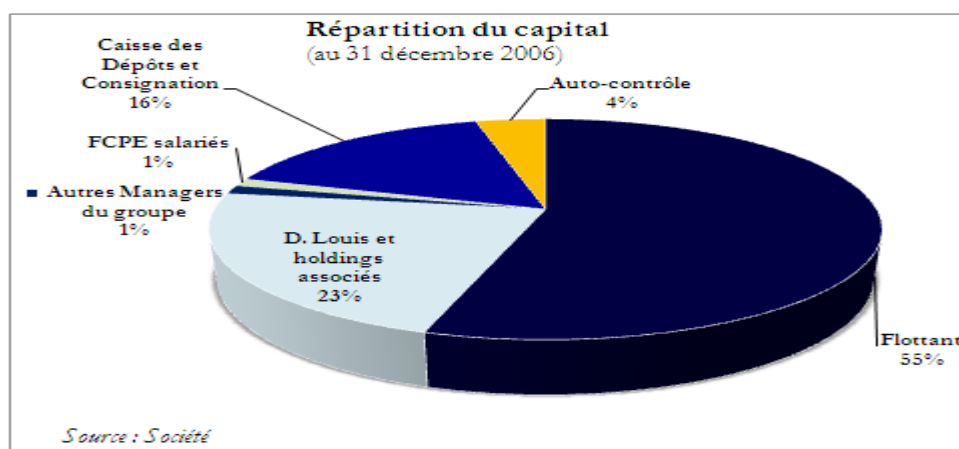
- Allemagne (2004 : SKI, 2005 : Atena, janvier 2011 : Berner & Mattner, dont la contribution aux revenus du groupe a été d'environ 36 M€ en 2011) ;
- Royaume-Unis (2005 : Inbis, 2005 : Atena, 2008 : fusion avec Silver Software) ;
- Inde (2005 : Atena, 2008 : fusion d'Atena avec Silver Software) ;

- Moyen-Orient (2012 : acquisition des activités MPH de Dubaï spécialisée dans le secteur de l'énergie ayant généré un chiffre d'affaires d'environ 60 M€ sur 2011).

3.2.2. Actionnariat de référence

Depuis la création du groupe, son fondateur, Dominique Louis, accompagne celui-ci tant sur le plan opérationnel, en qualité de Président du Directoire, que sur le plan capitalistique. Dominique Louis, directement et à travers plusieurs holding, joue un rôle d'actionnaire de référence pour le groupe.

L'évolution de l'actionnariat entre 2007 et 2013 est la suivante :

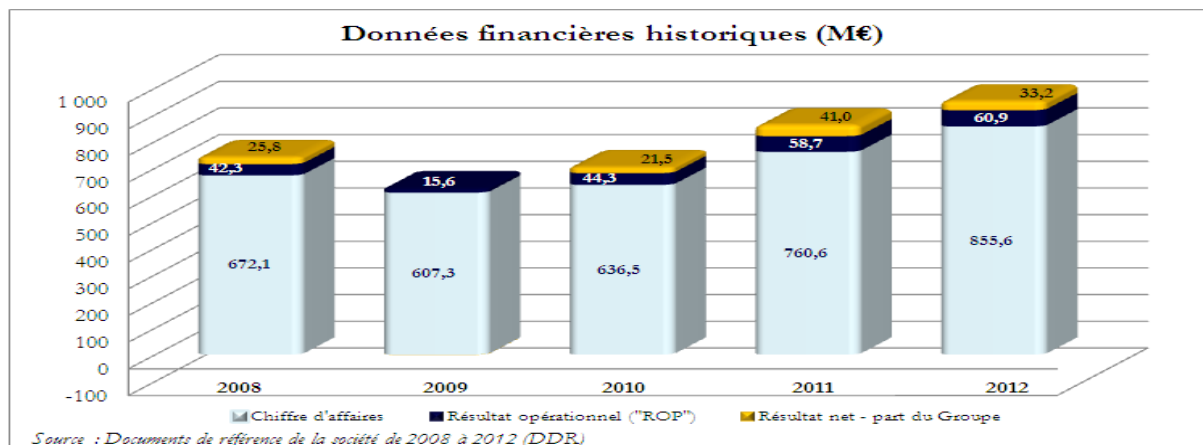


Au cours de la période écoulée (2007-2013), la participation directe et indirecte de Monsieur Dominique Louis dans la société, a progressé de 28,0% pour représenter désormais près de 28,8% du capital d'Assystem.

3.2.3. Présentation des données financières historiques de la Société

Depuis plusieurs exercices, Assystem déploie un plan de croissance fondé sur des investissements ciblés dans les deux grands secteurs stratégiques, à fort potentiel de croissance, que sont l'ingénierie des infrastructures complexes et la R&D externalisée (59% du CA 2012 contre 60% sur 2011).

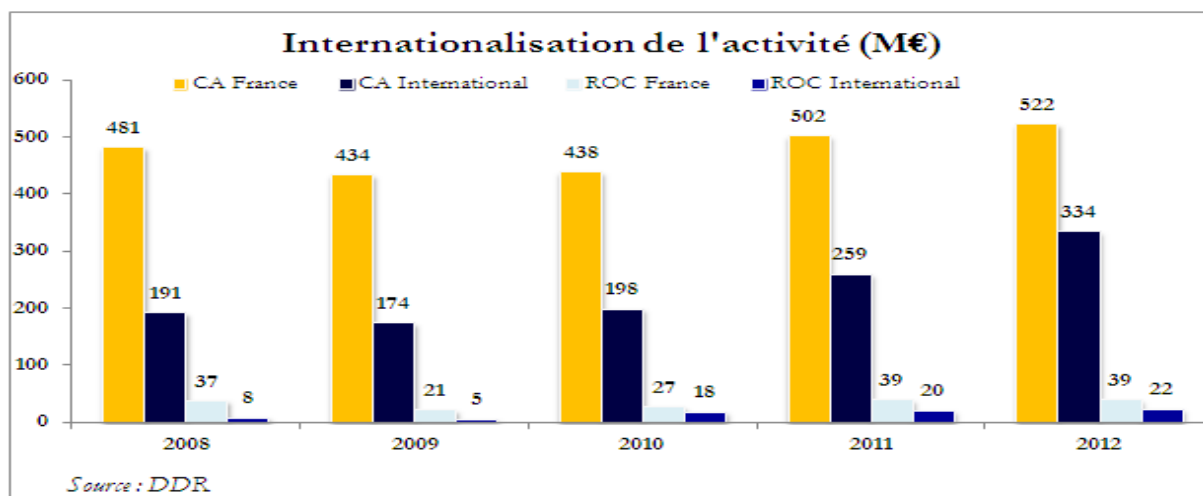
Cette stratégie lui a permis, tant en France qu'à l'international, d'assurer une croissance soutenue de son activité malgré un environnement économique dégradé et fortement concurrentiel.



La croissance de l'activité est soutenue depuis 2009, année marquée par la crise économique mondiale au cours de laquelle le secteur automobile avait été fortement secoué (l'activité automobile du groupe avait chuté d'environ 50%), et pendant laquelle de nombreux clients avaient arrêté ou décalé plusieurs programmes de développement.

Assystem avait su rapidement se repositionner sur des secteurs d'activité rentables et reconstituer ses marges, notamment, grâce à l'international.

La contribution de l'activité réalisée à l'international est la suivante :



Opérant dans le secteur des services d'ingénierie, Assystem est sensible à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. La spécialisation du groupe dans des secteurs spécifiques tels que l'aéronautique ou le nucléaire lui a néanmoins permis de maintenir des niveaux de croissance et de rentabilité élevés.

Grâce à l'acquisition de MPH entre 2011 et 2012, le groupe peut proposer une nouvelle offre « Oil & Gas » destinée aux marchés internationaux. Cet investissement a permis une implantation et un développement d'Assystem sur la zone Asie Moyen-Orient Afrique (AMOA).

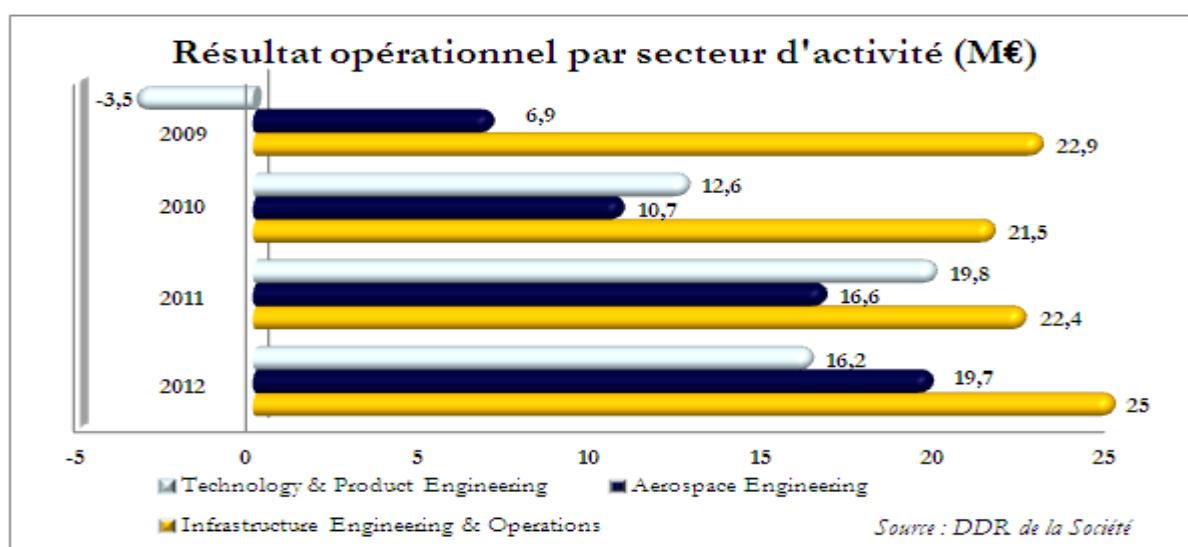
A fin 2012, le groupe avait réalisé son activité à l'international dans les zones suivantes :



Source : Présentation des résultats annuels 2012 aux analystes - 13/03/2013

Pour l'activité réalisée en France, la dégradation du marché automobile explique en grande partie la diminution du taux de marge opérationnelle observée, celle-ci passant de 7,8% sur 2011 à 7,4% en 2012. Dans un environnement très concurrentiel, le groupe est soumis à de fortes pressions sur ses marges.

La décomposition historique de la marge par secteur d'activité est la suivante :

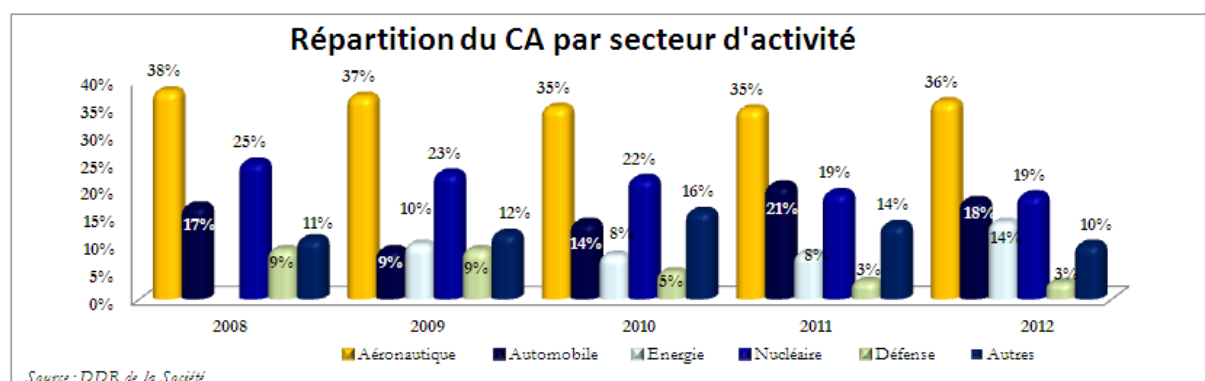


3.2.4. Positionnement d'Assystem dans son environnement et caractéristiques du métier

Le groupe est aujourd'hui l'un des premiers fournisseurs d'ingénierie en Europe dans les secteurs de l'aéronautique et de la défense. Il dispose d'une expertise reconnue dans la gestion de contrats complexes, provenant pour partie de son histoire, avec à l'origine de celle-ci, le secteur du nucléaire.

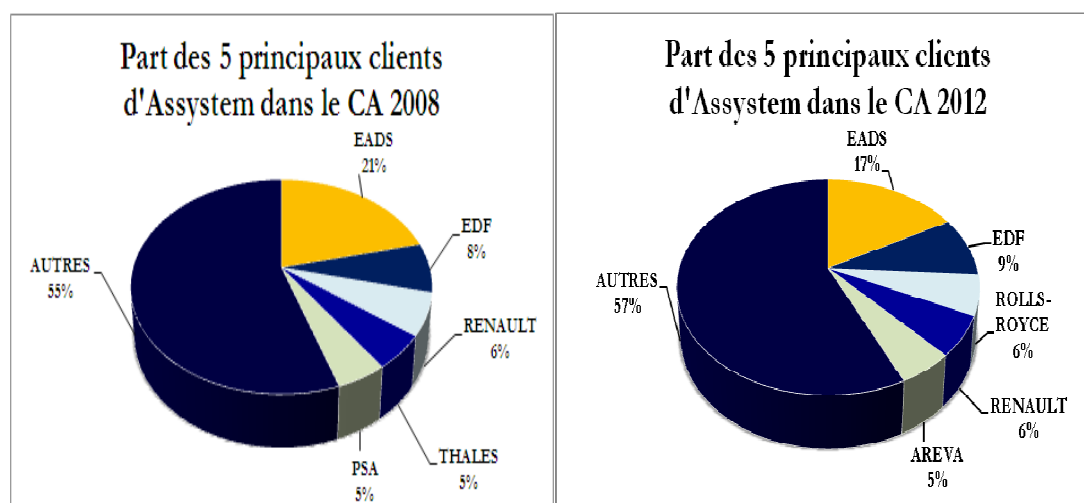
Bien que l'activité réalisée en France demeure prépondérante (près de 61% du CA 2012), Assystem est présent dans 19 pays avec un effectif composé de près de 11.000 collaborateurs.

La répartition du chiffre d'affaires par secteur d'activité fait apparaître une relative stabilité dans le temps :



Le groupe est devenu, au fil des années, le partenaire clé d'acteurs industriels importants, dont il accompagne la croissance dans le monde entier. Assystem demeure encore fortement dépendant de ceux-ci.

Ses 10 premiers clients représentaient 59% de son chiffre d'affaires en 2012 contre 60% en 2008. Néanmoins, Assystem a pu stabiliser sa dépendance à ses 5 premiers clients sur la période 2008-2012 :

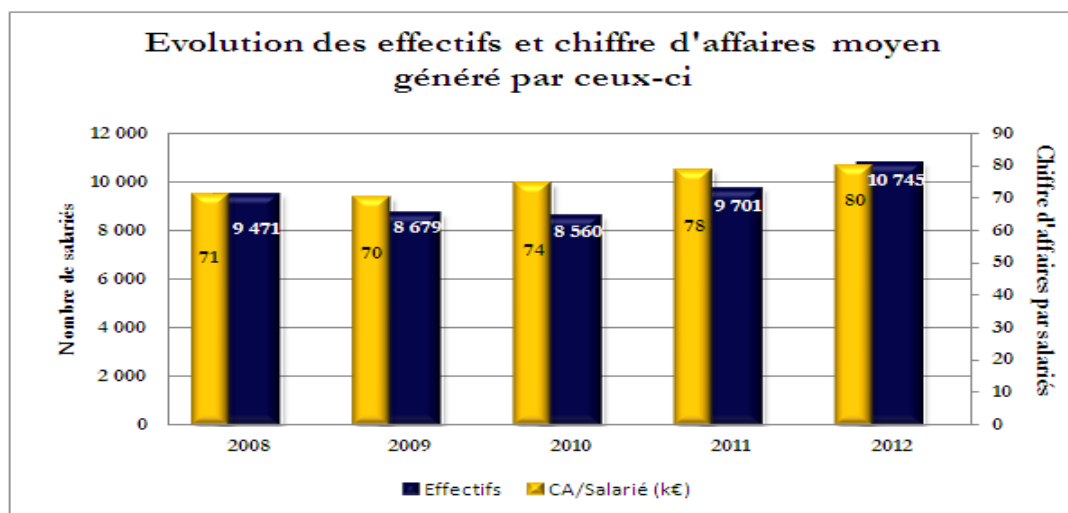


Source : Documents De Référence 2008 et 2012

Le référencement d'Assystem au rang 1, auprès de ses clients, atténue sensiblement le risque de perdre un client et sécurise sur le moyen/long terme les volumes d'activité réalisés. Sur l'année 2012, le Groupe a généré 57% de son chiffre d'affaires au forfait, ce qui renforce la sécurité du volume d'affaires.

Le secteur de l'ingénierie d'infrastructures complexes et la R&D externalisée sont soumis à un turnover significatif. Les plans annuels de recrutement d'Assystem sont établis sur la base d'un renouvellement des effectifs compris entre 20 et 25%. L'évolution du personnel fait l'objet de nombreux suivis et indicateurs.

L'évolution des effectifs au cours des précédents exercices est la suivante :



De façon générale, les secteurs dans lesquels intervient Assystem sont soumis non seulement aux influences spécifiques à chacun d'eux mais également à la conjoncture économique.

Ainsi, l'activité « Nucléaire » est soumise aux aléas mondiaux tels que l'accident nucléaire de Fukushima du 11 mars 2011, qui a conduit à un gel mondial des investissements au sein de cette filière, et a eu des impacts sur l'activité d'Assystem.

En outre, les entreprises d'ingénierie et d'études techniques sont pénalisées par la dégradation de la conjoncture économique, en France et en Europe, qui impacte la plupart des marchés. Ainsi, la dégradation actuelle des ventes dans l'industrie automobile pénalise le secteur. En revanche les secteurs de l'aérospatial et de l'énergie sur lesquels Assystem est bien positionné devraient continuer de bénéficier d'une demande forte.

La contraction des niveaux de marge observée provient également de l'intensité de la concurrence dans le secteur. Les clients à la recherche d'économies à court terme, font par ailleurs régulièrement pression sur les prix auprès de leurs prestataires.

Toutefois, les processus de rationalisation des grands donneurs d'ordres, avec la mise en place d'un nombre réduit de sous-traitants de rang 1 (EADS est passé de 3.000 fournisseurs

d'ingénierie en 2006, à une dizaine aujourd'hui¹²) ont conduit au renforcement des leaders, tels qu'Assystem. Cette situation a permis à la société de renforcer les relations et d'assurer une continuité dans les niveaux de facturation, moins soumise à la pression que pouvaient imposer les nombreuses structures de taille modeste présentes sur le marché de l'ingénierie en France.

Confrontés à une forte concurrence et à des perspectives de croissance limitées, les opérateurs du secteur cherchent à se diversifier à l'international. Le Groupe est parvenu à accroître la proportion de son chiffre d'affaires réalisé à l'international passé de 28% à 39% entre 2008 et 2012.

En dépit du ralentissement conjoncturel, les perspectives de croissance du secteur de l'ingénierie restent relativement bonnes en France à moyen terme. L'activité devrait en effet bénéficier du régulier durcissement de la réglementation en termes de sécurité des normes techniques et environnementales. Le secteur de l'énergie devrait présenter également d'importantes opportunités avec la mise en place des réseaux électriques intelligents, le développement des énergies renouvelables, l'exploration-extraction des hydrocarbures ou le développement des besoins dans le nucléaire (notamment pour le démantèlement des centrales ou le prolongement de leurs durées de vie).

3.3 Analyse SWOT

¹² Source XERFI – étude 2SAE12

		Forces	Faiblesses
Environnement Interne		- Plus de 45 ans d'expérience sur l'ensemble du cycle du nucléaire - La proposition d'une offre d'ingénierie complète - Une forte compétence acquise et reconnue dans les environnements réglementaires denses et sur les projets complexes par rapport à ses concurrents - Une répartition entre ses métiers relativement équilibrée	- L'activité réalisée auprès d'industriels du secteur automobile est un point de faiblesse compte tenu des difficultés traversées par les grands opérateurs français de ce secteur - Dépendance forte vis-à-vis des principaux clients : le TOP 10 clients 2012 représentait 59% de son chiffre d'affaires - L'origine de la Société et ses liens avec les opérateurs historiques du nucléaire français lui confère une forte connotation "Française" lors d'appels d'offres internationaux - Niveau de rentabilité dépendant des crédits d'impôt dont la pérennité pourrait être remise en cause dans le contexte d'instabilité fiscale actuel
		Opportunités	Menaces
Environnement Externe		- Le marché du conseil en ingénierie est structurellement porteur, le positionnement du Groupe dans l'énergie constitue un vecteur de croissance, particulièrement à l'international - La prise de participation par le Groupe dans MPH lui a permis de se positionner au Moyen-Orient, et plus particulièrement dans l'Oil & Gas. Cette acquisition offre de nouvelles perspectives de croissance à Assystem sur le long terme - La rationalisation par les donneurs d'ordres de leurs pannels fournisseurs devrait permettre aux opérateurs de premier plan tels qu'Assytem de consolider mais également de gagner des parts de marché tout en recouvrant une marge de manœuvre sur le prix des prestations (notamment en France)	- le retournement éventuel du marché aéronautique, au vu de l'exposition de la société sur ce secteur, et notamment au client EADS (ayant contribué à hauteur de 17% au CA 2012) - les délocalisations de services de R&D par certains clients pourraient conduire certains donneurs d'ordres à faire appel à d'autres acteurs si Assystem n'opérait pas dans les zones de délocalisation - le groupe n'est pas à l'abri d'un nouvel incident majeur dans un secteur tel que le nucléaire qui conduirait, comme après l'accident de Fukushima, à un gel des investissements dans tout un secteur pour une durée indéterminée

4. ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE

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 de l'Offre.

4.1 Données structurant l'évaluation d'Assystem

4.1.1 Référentiel comptable

La société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012.

L'information financière semestrielle au 30 juin 2013 a fait l'objet d'une attestation sans réserve de la part des commissaires aux comptes.

4.1.2 Date de l'évaluation

Lors de nos travaux d'évaluation, nous avons analysé les références de valorisation (cours de la société, cours cible des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société) jusqu'au 29 octobre 2013, jour de l'annonce de l'Offre.

En effet, postérieurement à cette date, les cours et les perspectives des analystes peuvent être affectés notamment par la prise en compte dans les valeurs, des modifications stratégiques annoncées ou attendues qui feraient suite au succès de l'Offre.

Concernant les méthodes d'évaluation retenues pour valoriser les titres Assystem, nous avons réalisé nos calculs en date de valeur 31 octobre 2013.

Pour les mêmes raisons que celles précédemment décrites, les valeurs ainsi déterminées reposent sur les données intrinsèques de la société et la situation du marché à cette date, sans intégrer les effets des modifications stratégiques ou opérationnelles, annoncées en cas de succès de l'Offre, qui seraient susceptibles d'affecter la valeur de l'action.

Tous nos calculs de la valeur de l'action Assystem ont été réalisés sur la base du nombre d'actions dilués au 31 octobre 2013.

4.1.3 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le capital social est composé de 19.254.342 actions d'une valeur nominale de un euro. Il se répartit comme suit au 31 octobre 2013 :

Actionnaire	ACTIONS	%	DROITS DE VOTE	%
Fonds Stratégique d'Investissement	1 070 397	5,6%	1 070 397	5,5%
CDC Entreprises Valeurs Moyennes	519 698	2,7%	519 698	2,6%
D. LOUIS/Groupe HDL	5 546 475	28,8%	5 840 497	29,8%
HDL S.A.S	3 438 466	17,9%	3 533 466	18,1%
EEC S.A.S	59 090	0,3%	59 090	0,3%
CEFID S.A.S	1 020 607	5,3%	1 020 607	5,2%
H2DA /DL	1 028 312	5,3%	1 207 334	6,2%
Concert élargi : GB	114 738	0,6%	214 476	1,1%
Concert élargi plus:				
GV	67 100	0,3%	118 200	0,6%
MC	20 300	0,1%	20 300	0,1%
SAB	58 598	0,3%	83 598	0,4%
DB	72 713	0,4%	120 426	0,6%
Conseil de Surveillance	407 159	2,1%	801 979	4,1%
FCP SALARIES	218 600	1,1%	433 160	2,2%
PUBLIC	9 326 280	48,4%	10 405 380	53,0%
AUTOCONTROLE	1 832 284	9,5%	0	0,0%
TOTAL	19 254 342	100,0%	19 628 111	100,0%

Les statuts d'Assystem, mis à jour en date du 1^{er} juillet 2013, prévoient dans leur article dix-neuf, qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées inscrites en nominatif depuis au moins deux ans.

Le nombre d'actions dilué au 31 octobre 2013 retenu, intègre, outre le nombre d'actions émises à cette date diminué des actions d'autocontrôle, les actions susceptibles d'être émises par l'exercice des BSAAR (ci-après « BSAAR » ou « BSAAR 2015 ») et les actions susceptibles d'être effectivement attribuées dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites.

Le nombre d'actions retenu pour la valorisation, au 31 octobre 2013, s'élève à 20.698.202 et se décompose comme suit :

Nombre d'actions ASSYSTEM retenu pour l'évaluation	
Actions composant le capital social (31/10/2013)	19 254 342
Actions ASSYSTEM autodétenues (31/10/2013)	-1 832 284
Nombre d'actions "en circulation" retenu	17 422 058
Actions gratuites probables	204 957
Actions émises par exercice des BSAAR 2015	3 071 187
Nombre d'actions retenu pour l'évaluation	20 698 202

Pour rappel, les BSAAR 2013, créés à l'issue d'une offre publique d'Échange initiée par Assystem sur la période du 18 juillet au 5 septembre 2006, sont arrivés à échéance le 31 juillet 2013.

4.1.4 Endettement net

Pour le calcul de la valeur de la société Assystem, nous avons déterminé une « dette nette ajustée » à la date d'évaluation au 31 octobre 2013 à partir des comptes consolidés arrêtés au 30 juin 2013. Le tableau ci-après présente les éléments constitutifs de cette dette nette ajustée :

Dette nette ajustée	(M€)
Trésorerie & Equivalents de trésorerie au 30 juin 2013	135,0
Emprunts obligataires et autres passifs financiers au 30 juin 2013	(158,5)
Position financière nette au 30 juin 2013	(23,5)
Participations dans les entreprises associées	0,8
Provision pour retraite nette d'impôt	(10,0)
Intérêts minoritaires	(7,4)
Autres passifs (Put sur minoritaires)	(7,2)
Position comptable ajustée au 30 juin 2013	(47,3)
Ajustement de la juste valeur des ORNANE au 31 octobre 2013	(18,3)
Décassement du dividende au 2 juillet 2013	(7,8)
Ajustement de la trésorerie lié à l'exercice des BSAAR	34,5
Ajustement des flux d'exploitation (trésorerie et BFR) de juillet à octobre 2013	20,7
Dette nette ajustée au 31 octobre 2013	(18,2)

Cette dette nette ajustée permet, par soustraction à la valeur d'entreprise déterminée selon les méthodes retenues, de déterminer la valeur des fonds propres, et par suite de l'action Assystem.

4.1.5 Plan d'affaires

Le plan d'affaires 2013 - 2020 (ci-après « le Plan d'affaires ») a été réalisé sur la base de l'atterrissage du résultat 2013 attendu, d'un Business plan du Groupe pour la période 2014-

2016 arrêté par son Directoire le 12 septembre 2013 et d'un plan 2017-2020 établi par la Direction.

Le Plan d'affaires est construit à partir des 3 pôles d'activités suivants :

- le pôle 1 : « Infrastructure Engineering & Operations » lié au métier de l'ingénierie des infrastructures complexes. Ce pôle accompagne aujourd'hui plus particulièrement le secteur de l'énergie notamment nucléaire ;
- le pôle 2 : « Aerospace Engineering » lié au métier de Recherche et Développement externalisée dans le secteur de l'aéronautique ;
- le pôle 3 : « Technology & Product Engineering » lié également au métier de Recherche et Développement externalisée principalement dans le secteur des transports, mais également de la défense et des nouvelles technologies.

a) Analyse du chiffre d'affaires et de l'activité

La croissance du chiffre d'affaires du pôle 1 devrait s'inscrire dans une tendance haussière jusqu'en 2016, pour atteindre près de 7% annuelle à cette date, sous l'effet notamment de projets dans le secteur nucléaire en Europe, projets qui devraient s'achever cette année-là. Les activités nucléaires devraient représenter 50% de l'activité du pôle 1. Au-delà, la société a retenu un taux de croissance annuel moyen de 2,5% puis 1,5% en 2020, taux résultant d'une croissance escomptée soutenue dans l'industrie nucléaire, et d'une croissance faible dans les autres activités du pôle : Assystem estime avoir peu de visibilité en qualité de nouvel entrant, sur ces marchés fortement concurrentiels comme l'oil & gas.

La croissance du chiffre d'affaires du pôle 2 devrait se réduire mais rester importante jusqu'en 2016, soutenue par le dynamisme de l'industrie aéronautique et les programmes en cours. Jusqu'à cette date, le taux de croissance annuel retenu est de 6,5%. Au-delà, en l'absence de nouveaux programmes identifiés, il a été retenu une perspective de croissance de 2% et 1,5% en 2020.

Le pôle 3, après avoir été très affecté en 2013 par les difficultés du marché automobile français, devrait retrouver une croissance légèrement positive fondée, jusqu'en 2016, sur une reprise de ce secteur, justifiant un taux de croissance cette année-là de 2,2%. Au-delà, en l'absence de programmes identifiés et des incertitudes sur l'industrie automobile notamment en France, il a été retenu un chiffre d'affaires à l'horizon 2020 égal à celui de 2016.

Ainsi, le chiffre d'affaires consolidé devrait connaître une croissance constante jusqu'en 2016 pour atteindre cette année-là un taux de croissance de 5,5%, puis augmenter en moyenne d'environ 1,5 % par an à compter de 2017.

b) Analyse des marges d'exploitation

Le taux de marge moyen d'exploitation (EBIT/CA), de l'ordre de 6% en 2013, résulte d'un taux de marge proche de 6,5% pour les pôles 1 et 2 et inférieur à 5% dans le pôle 3. Soutenu par un niveau d'activité élevé jusqu'en 2016, le taux de marge devrait croître dans tous les pôles pour atteindre un niveau consolidé de 7,5%.

Il convient de noter que les résultats d'exploitation prévisionnels enregistrent, pour un montant significatif, des crédits d'impôt, à savoir le crédit d'impôt recherche (CIR) et le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE).

Dans la construction de son Plan d'affaires, la société a maintenu le CIR jusqu'en 2020, et a pris l'hypothèse d'une réduction progressive sur 3 ans du CICE à partir de 2017. Dans le calcul du flux normatif « 2020 » servant de base à la détermination de la valeur terminale, aucun crédit d'impôt n'est retenu.

Compte tenu des fortes incertitudes en matière fiscale, cette hypothèse nous paraît appropriée. En outre, la société nous a confirmé que, dans un contexte concurrentiel élevé, l'existence des crédits d'impôt comme élément de réduction des charges de personnel, était un élément identifié par les clients, susceptible d'être intégré dans la détermination des prix.

Dès lors, la réduction du taux d'EBIT, au titre de la disparition totale des crédits d'impôts au terme du plan, paraît raisonnable.

Par ailleurs, le ralentissement de la croissance à compter de 2017, décrit supra, dans un contexte de concurrence internationale croissante devrait peser négativement sur la marge. De ce fait, le taux de marge d'EBIT a été estimé à 5,1% pour 2020, et 4,6% au-delà.

c) Analyse des taux d'impôt

Le taux d'impôt retenu avant CVAE a été déterminé sur la base du taux effectif d'impôt consolidé estimé à un montant proche de 28 % sur l'ensemble du plan.

d) Analyse du BFR et de sa variation

Sur la base d'une analyse historique (5 % en 2012), il a été retenu un BFR normatif d'exploitation égal à 5,5% du CA. Compte tenu des hypothèses retenues relatives aux crédits d'impôts et aux modalités de recouvrement de ces créances fiscales, les variations de BFR liées à ces crédits d'impôt ont été traitées isolément.

e) Analyse du montant des investissements

Les investissements concernent les investissements nécessaires à l'activité du personnel dans le cadre des missions et contrats. Sur la base d'une analyse historique et des prévisions, un montant annuel de 1,2% du chiffre d'affaires a été retenu. En 2013, ils représentent un montant de 10 M€.

f) Synthèse et conclusion

Sur la base des échanges avec la Direction et la Banque Lazard Frères, nous n'avons pas remis en cause le business plan 2014-2016 arrêté par le directoire en septembre 2013. Ce dernier fait apparaître des taux de croissance et de marge, basés sur la perception du Management, inférieurs à ceux retenus par les analystes (cf. § 4.3.3 présentation des agrégats des sociétés comparables) qui suivent la valeur Assystem, et peut être qualifié de raisonnablement prudent par rapport à la perception de ces derniers.

S'agissant des flux 2017-2020, la Direction nous a affirmé que les hypothèses retenues correspondent à ses meilleures estimations et qu'elles retracent la vision du management de l'évolution des affaires en intégrant toutes les prévisions spécifiques propres à chaque Pôle d'activité du Groupe.

Le taux de marge moyen du plan 2017 – 2020 est en retrait par rapport à la marge d'EBIT actuelle et la marge escomptée dans le plan 2014 -2016. Ce retrait se justifie par une anticipation moyen/long terme de l'accroissement de la pression concurrentielle et de la disparition du bénéfice des actuels avantages fiscaux (CIR et CICE).

4.2 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées pour la détermination de la valeur de l'action ASSYSTEM

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes et références suivantes :

4.2.1 Références et méthodes patrimoniales

4.2.1.1 Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède.

Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait pas valablement être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la valeur des actifs incorporels, créés en interne, et plus généralement sa capacité à générer des bénéfices dans le futur.

Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques et contrôlées par des auditeurs légaux. Ainsi, à titre indicatif, la valeur de l'action, par référence à sa quote-part dans les capitaux propres part du groupe établie selon le référentiel IFRS au 30 juin 2013, s'établit à 10,1€¹³. L'Offre de 20 € représente par rapport à cette référence, une prime de 98%.

4.2.1.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant divers actifs, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective long-terme.

4.2.2 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.

Le tableau suivant présente les résultats historiques sociaux et consolidés de la société et le dividende mis en paiement sur la même période :

¹³ Capitaux propres part du groupe (en M€) / (nombre d'actions émises nette de l'autocontrôle) = 174,4/17,3m

A la clôture (31 décembre)	2008	2009	2010	2011	2012
Résultat consolidé PG par action émise	1,25 €	-0,04 €	1,07 €	2,01 €	1,60 €
Résultat social par action émise	-0,14 €	-0,61 €	0,70 €	0,22 €	1,27 €
Dividende alloué par action en N+1	0,50 €	0,25 €	0,45 €	0,45 €	0,45 €
Taux de distribution (dividende/résultat conso)	40%	n.a	42%	22%	28%

Le montant de dividende distribué par Assystem est décorrélié des résultats générés, et la société n'a, par ailleurs, annoncé aucune politique de distribution pour l'avenir. Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes futurs n'est pas pertinente.

4.2.3 Méthode des multiples de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions est une méthode analogique qui vise à reconstituer la valeur de la société, sur la base d'un prix de cession théorique de la société à évaluer, par référence à des transactions intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables. Elle consiste à appliquer à certains agrégats financiers de la société à évaluer, un des multiples moyens ou médians de ces mêmes agrégats constatés lors des transactions intervenues sur ces sociétés comparables.

Nous n'avons pas identifié de transactions intéressant des sociétés comparables à Assystem (cf. §4.3.3 sur la définition de sociétés comparables), réalisées sur un marché réglementé, de type « offre publique », permettant de disposer d'informations publiques précises.

Pour déterminer un échantillon pertinent de transactions comparables, nous avons utilisé une base de données des transactions du marché européen, mise à disposition par la société Epsilon Research, bureau indépendant de recherche et d'analyse financière spécialisé sur les acquisitions (opérations de Fusions & Acquisitions et LBO) d'entreprises non cotées.

Nous avons identifié et analysé les transactions figurant en ANNEXE n°1.

Ces analyses nous ont amené à considérer que :

- Ces transactions demeurent non parfaitement comparables compte tenu de la taille ou de l'activité des sociétés concernées ;
- La documentation publique permettant de conclure sur les multiples induits est souvent insuffisante. En effet :
 - la valeur de la transaction est souvent estimée sur la base des informations extraites des documents financiers de l'acquéreur ou d'autres estimations ;
 - la dette nette est souvent l'objet d'approximation dans sa détermination ;
 - les agrégats de la cible ne sont pas toujours fiables ;
 - les différentes sources d'information font apparaître des anomalies dans l'analyse.

Ainsi, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation, étant précisé que, par ailleurs, la méthode analogique des multiples des sociétés cotées comparables a été utilisée.

4.3 Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues pour la détermination de la valeur de l'action ASSYSTEM

Nous avons retenu les références et méthodes suivantes :

- Référence au cours de bourse de la Société ;
- Référence aux cours-cibles des analystes ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Référence aux transactions significatives réalisées sur les titres de la Société ;
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

4.3.1. Référence au cours de bourse de la Société

Analyse de la liquidité de l'action ASSYSTEM

La Société, introduite en bourse en 1995, est actuellement cotée sur le compartiment B de NYSE EURONEXT Paris. Le 29 octobre 2013, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, sa capitalisation boursière s'élevait à 370,8 M€.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée sur la base des transactions réalisées antérieurement au 29 octobre 2013 :

Période de référence	Titres échangés (Moyenne)	Titres échangés (Cumul)	Volumes cumulés rapportés au capital total ⁽¹⁾	Volumes cumulés rapportés au flottant ⁽²⁾
Cours spot au 29/10/2013	5 866	5 866	0,0%	0,1%
Moyenne 10 jours	30 135	210 945	1,1%	2,1%
Moyenne 1 mois	21 924	482 335	2,5%	4,8%
Moyenne 3 mois	18 759	1 238 105	6,4%	12,4%
Moyenne 6 mois	30 020	3 902 615	20,3%	39,2%
Moyenne 1 an	24 928	6 356 730	33,0%	63,9%

⁽¹⁾ : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions connu au 31/10/2013

⁽²⁾ : Ratio entre le nombre de titres échangés et le flottant

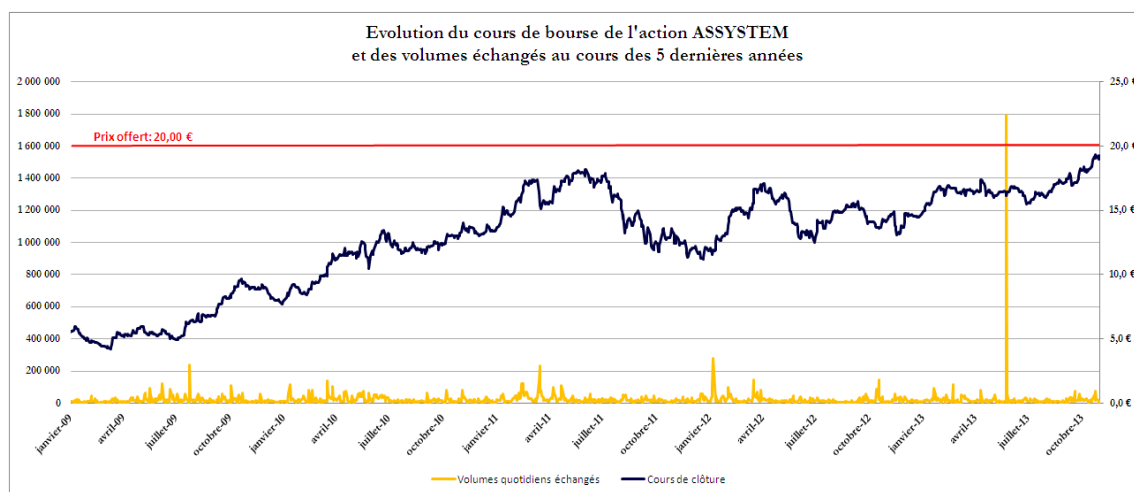
Source : NYSE Euronext

La rotation du capital correspondant sur 12 mois à 63,9% de son flottant et à près d'un tiers du nombre total d'actions.

Nous considérons que le cours de bourse constitue une référence pertinente, étant observé que les volumes moyens échangés quotidiennement sont assez limités.

Il convient de souligner que le flottant a été déterminé sur la base des données communiquées par la Société, en retraitant du nombre total d'actions en circulation au 31 octobre 2013 : les actions auto-détenues par Assystem, les actions détenues par le Concert (cf. *D&I AMF 211C0157 en date du 10 février 2011*) ainsi que les participations au capital de la Société, du FSI et de la Caisse des Dépôts et Consignations.

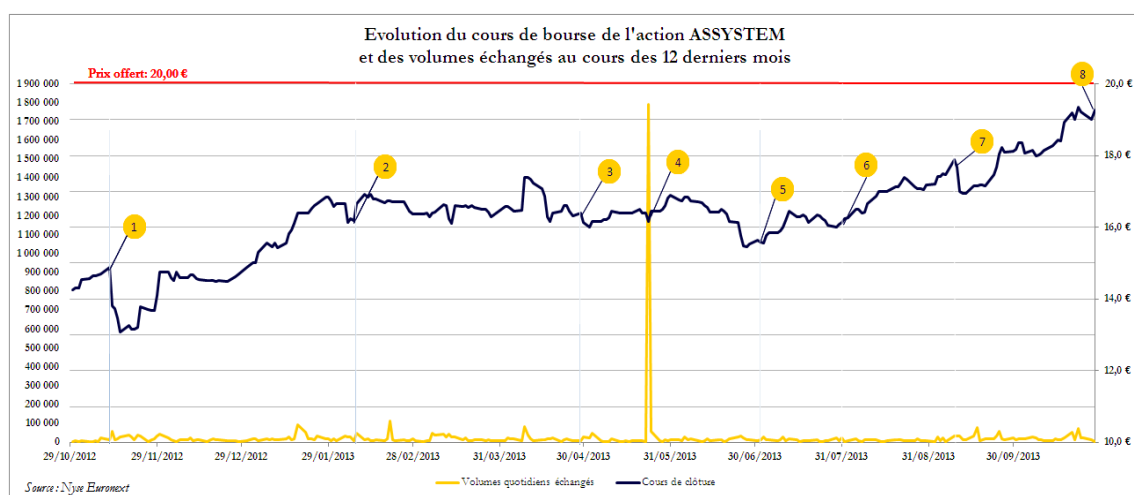
Evolution du cours de bourse de l'action Assystem sur la période de 2009 à 2013



A la suite de la crise de 2009, qui a particulièrement touché le secteur automobile, Assystem a vu son cours de bourse toucher un point bas début 2009. Depuis, le titre a engagé une remontée jusqu'à atteindre le cours de 19,5 € le 24 octobre 2013, plus haut historique de ces 5 dernières années.

Nous observons que le prix proposé de 20,0 € par action n'a jamais été atteint par le titre, sur la période étudiée.

Evolution du cours de bourse de l'action Assystem sur les 12 derniers mois



Sur 12 mois glissants, l'action ASSYSTEM présente un accroissement significatif de sa valeur. Les principaux événements intervenus au cours de ces 12 derniers mois et pouvant avoir eu une incidence sur l'évolution du cours de bourse, hors facteurs exogènes, sont présentés ci-après :

- 1 12/11/2013 - communiqué de presse annonçant une croissance du CA de +10,6% au 3^{ème} trimestre 2012
- 2 07/02/2013 - communiqué de presse présentant une forte progression du chiffre d'affaires consolidé 2012 : +12,5%
- 3 29/04/2013 - communiqué de presse du 1^{er} trimestre 2013 faisant état d'une stabilité du chiffre d'affaires
- 4 23/05/2013 - Assystem annonce l'acquisition de près des deux tiers de la participation du FSI
- 5 02/07/2013 - détachement du dividende 2012 de 0,45 € par action
- 6 30/07/2013 - communiqué de presse du 2nd trimestre 2013 faisant état d'une reprise de la croissance (+4,4%)
- 7 09/09/2013 - présentation des résultats semestriels 2013 du groupe
- 8 29/10/2013 - Dominique LOUIS fait part au marché de son projet d'OPA

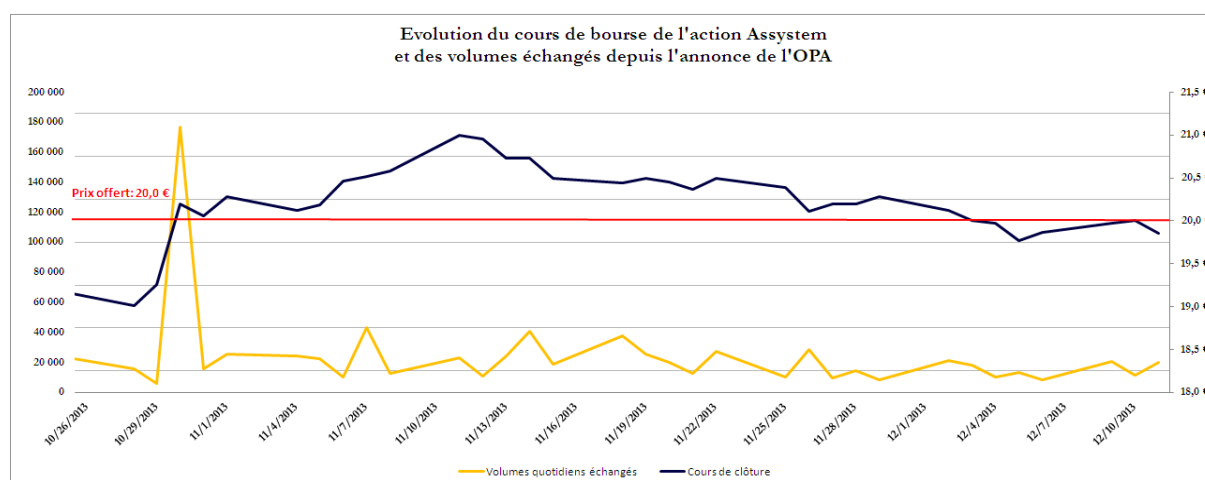
Le rapprochement du prix offert dans le cadre de l'Offre avec les cours de bourse historiques permet de mettre en évidence les primes suivantes :

Période de référence	Cours moyen pondéré	Prime externalisée
Cours au 29/10	19,3 €	3,8%
Moyenne 10 jours	19,1 €	4,7%
Moyenne 1 mois	18,5 €	8,1%
Moyenne 3 mois	17,5 €	14,0%
Moyenne 6 mois	16,9 €	18,3%
Moyenne 1 an	16,3 €	22,7%

Source : NYSE Euronext

Sur la base des cours de l'action, le prix de l'Offre extériorise des primes comprises entre 3,8% et 22,7%.

Evolution du cours de bourse postérieurement à l'annonce de l'Offre



Consécutivement à l'annonce de l'Offre, le 29 octobre 2013, le cours de bourse de l'action Assystem a franchi le seuil des 20,0 € par action, jusqu'à atteindre un cours de clôture de 21,0 € le 11 novembre 2013, plus haut historique des 5 dernières années.

Depuis ce sommet, le cours de l'action n'a cessé de décroître, repassant sous la barre des 20,0 € le 4 décembre 2013. Le prix proposé par l'Offre n'a plus été dépassé depuis.

Notre analyse s'arrête au 11 décembre 2013.

4.3.2. Référence aux cours-cibles des analystes

Nous avons identifié six analystes financiers couvrant le titre Assystem, au cours des mois compris entre la date de communication des résultats semestriels et la date de l'annonce de l'Offre. Nous avons donc retenu leur dernière analyse publiée au cours de cette période.

Nous les présentons dans le tableau ci-dessous. Elles dégagent un consensus autour d'un prix cible de l'action compris entre 17,5 € et 21,0 € :

Assystem - Objectif de cours et recommandations des analystes avant l'annonce de l'Offre					
Analyste	Date de référence	Recommandation	Objectif de cours	Cours de référence	Prime / cours de réf.
Gilbert Dupont	27/09/2013	Achat	20,9 €	18,1 €	15,5%
Kepler Cheuvreux	10/09/2013	Achat	20,0 €	17,5 €	14,4%
Natixis	09/09/2013	Achat	21,0 €	17,9 €	17,3%
Oddo	09/09/2013	Achat	17,5 €	17,9 €	-2,2%
Aurel BCG	30/07/2013	Achat	20,0 €	16,1 €	24,4%
Arkeon Finance	30/07/2013	Achat	19,0 €	16,1 €	18,2%
Moyenne			19,7 €	17,3 €	14,6%
Médiane			20,0 €	17,7 €	16,4%

Sources : Thomson One, Notes publiées par les bureaux d'étude

L'ensemble des analystes s'inscrivaient à l'achat sur l'action ASSYSTEM. Les objectifs de cours rapportés au dernier cours dégagent ainsi une prime moyenne de 14,6%.

Nous estimons que les objectifs de cours déterminés par les analystes constituent une référence pertinente dans le contexte de l'Opération.

Les cours-cibles moyens et médians des analystes, permettent de dégager les primes externalisées par l'Offre qui sont les suivantes :

Prime / Décôte induite par l'Offre		
	Moyenne	Médiane
Objectif de cours issus des dernières notes des analystes	19,7 €	20,0 €
Prime externalisée par l'Offre	1,4%	0,0%

Le prix proposé de 20,0 € par action fait apparaître une prime de 1,4% par rapport à la moyenne des objectifs de cours communiqués par les analystes.

4.3.3. Méthode des comparables boursiers

Fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, la méthode des comparables boursiers consiste à appliquer à certains agrégats de référence de la société à évaluer, en l'espèce Assystem, les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées estimées comparables. A la valeur ainsi déterminée, il convient de retrancher la dette nette ajustée de la Société, pour déterminer la valeur de ses fonds propres.

Nous avons donc recherché un échantillon de sociétés comparables à Assystem en termes de :

- métier (Ingénierie Infrastructures complexes et Recherche & Développement externalisée) ;
- secteur d'activité dans lesquels ces métiers se déclinent (nucléaire, aéronautique, automobile, énergie, défense, autres...) ;
- répartition géographique du chiffre d'affaires ;
- profil de croissance et de rentabilité.

En dépit de la difficulté intrinsèque à identifier des sociétés parfaitement comparables, nous avons retenu :

- un échantillon principal de sociétés cotées françaises composé des sociétés Alten, Akka, Altran, Sogecclair, Ausy (**échantillon1**);
- un échantillon élargi, fourni à titre indicatif, complétant le premier, de 3 sociétés européennes non françaises : Bertrandt AG, WS Atkins PLC, Ricardo PLC (**échantillon2**).

Ces trois dernières sociétés, dont les titres sont cotés sur un marché étranger, présentent par ailleurs des caractéristiques propres et des profils de rentabilité suffisamment différents, pour que nous ayons considéré devoir évaluer Assystem sur la seule base de l'échantillon 1.

Présentation des principaux agrégats d'exploitation des sociétés comparables et multiples induits

Société	Pays	Devise	CB ⁽¹⁾ en M€ moy 3 mois	CA 2012 en M€	Croissance du CA				Marge d'EBITDA = EBITDA/CA				Marge d'EBIT = EBIT/CA			
					déc-12	déc-13 E	déc-14 E	déc-15 E	déc-12	déc-13 E	déc-14 E	déc-15 E	déc-12	déc-13 E	déc-14 E	déc-15 E
Akka Technologies SA	France	EUR	340	827	+74,5%	+6,2%	+3,9%	+1,1%	+9,0%	+6,8%	+7,4%	+9,0%	+7,3%	+5,6%	+6,5%	+7,7%
Alten SA	France	EUR	1 033	1 198	+12,4%	+2,0%	+3,8%	+4,3%	+10,8%	+10,2%	+11,0%	+11,0%	+9,7%	+9,4%	+10,2%	+10,3%
Altran Technologies SA	France	EUR	1 031	1 456	+2,6%	+12,8%	+4,9%	+5,6%	+9,6%	+9,6%	+10,6%	+11,0%	+7,6%	+8,5%	+9,4%	+10,2%
Ausy SA	France	EUR	102	321	+9,4%	+1,5%	+4,4%	+13,7%	+6,7%	+6,7%	+7,4%	+8,4%	+6,8%	+6,0%	+7,0%	+7,9%
Sogecclair SA	France	EUR	79	94	+23,0%	+10,6%	+8,0%	+6,1%	+13,7%	+12,1%	+11,9%	+11,2%	+8,8%	+8,2%	+8,3%	+8,4%
Moyenne					+24,4%	+6,6%	+5,0%	+6,6%	+10,0%	+9,1%	+9,7%	+10,1%	+8,1%	+7,6%	+8,3%	+8,9%
Médiane					+12,4%	+6,2%	+4,4%	+5,6%	+9,6%	+9,6%	+10,6%	+11,0%	+7,6%	+8,2%	+8,3%	+8,4%
Bertrandt AG	Allemagne	EUR	906	710	+23,1%	+10,9%	+9,1%	+8,0%	+22,3%	+12,8%	+13,2%	+13,5%	+10,6%	+10,3%	+10,6%	+10,7%
WS Atkins PLC	UK	GBP	1 231	1 711	+9,4%	-1,2%	+2,8%	+2,6%	+8,3%	+7,9%	+8,3%	+8,6%	+8,6%	+6,7%	+7,3%	+7,7%
Ricardo Group	UK	GBP	279	230	+16,4%	+10,7%	+4,3%	+7,8%	+9,4%	+14,1%	+14,3%	+14,5%	+9,6%	+10,3%	+10,7%	+10,8%
Moyenne					+21,3%	+6,7%	+5,1%	+6,4%	+11,2%	+10,0%	+10,5%	+10,9%	+8,6%	+8,1%	+8,7%	+9,2%
Médiane					+14,4%	+8,4%	+4,3%	+5,9%	+9,5%	+9,9%	+10,8%	+11,0%	+8,7%	+8,4%	+8,8%	+9,3%
Assystem S.A.	France	EUR	398	856	+12,5%	+3,0%	+4,1%	+4,8%	+8,5%	+8,3%	+8,8%	+9,0%	+7,1%	+7,0%	+7,5%	+7,6%

⁽¹⁾ CB : Capitalisation Boursière
Sources Factset, sociétés, Infinitesimal, Thomson One

Pour les besoins de la valorisation selon cette méthode, nous avons retenu les critères des multiples d'EBIT et d'EBITDA qui nous semblent les plus à même de prendre en compte la capacité bénéficiaire des sociétés du secteur.

Compte tenu du profil de rentabilité des sociétés étrangères, les multiples dégagés se présentent ainsi :

Société	VE (1) en millions	VE/CA			VE/Ebitda			VE/Ebit		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Akka Technologies SA	392	0,5x	0,4x	0,4x	5,3x	6,6x	5,8x	6,5x	7,9x	6,6x
Alten SA	983	0,8x	0,8x	0,8x	7,6x	7,9x	7,1x	8,4x	8,5x	7,6x
Altran Technologies SA	1 232	0,8x	0,8x	0,7x	8,8x	7,8x	6,8x	11,1x	8,8x	7,6x
Ausy SA	138	0,4x	0,4x	0,4x	6,4x	6,3x	5,5x	6,3x	7,1x	5,8x
Sogecclair SA	80	0,8x	0,8x	0,7x	6,2x	6,3x	5,9x	9,7x	9,3x	8,5x
Moyenne Echantillon 1			0,6x	0,6x	6,9x	7,0x	6,2x	8,4x	8,3x	7,2x
Médiane Echantillon 1			0,8x	0,7x	6,4x	6,6x	5,9x	8,4x	8,5x	7,6x
Bertrandt AG	886	1,2x	1,1x	1,0x	5,6x	8,8x	7,8x	11,8x	10,9x	9,7x
WS Atkins PLC	1 145	0,7x	0,7x	0,7x	8,1x	8,6x	8,0x	7,8x	10,0x	9,1x
Ricardo Group	273	1,2x	1,1x	1,0x	12,6x	7,6x	7,2x	12,4x	10,5x	9,6x
Moyenne Echantillon 2		0,8x	0,8x	0,7x	7,6x	7,5x	6,8x	9,2x	9,1x	8,1x
Médiane Echantillon 2		0,8x	0,8x	0,7x	7,0x	7,7x	6,9x	9,0x	9,1x	8,1x
Assystem S.A.	431	0,5x	0,5x	0,5x	5,9x	5,9x	5,3x	7,1x	7,0x	6,3x

Sources Factset - Infinitesimal - Thomson One - Comptes publiés par les sociétés

Commentaires sur les multiples observés sur l'échantillon 1

Les multiples des comparables apparaissent sensiblement supérieurs à ceux d'Assystem sur la base des consensus de prévisions (source Factset).

Concernant les multiples des sociétés Altran et Alten, la décote de valorisation peut s'expliquer, selon l'analyse « Kepler Chevreux » du 3 juillet 2013, par la taille relative de la capitalisation boursière d'Assystem, du plus faible flottant d'Assystem et d'une rentabilité légèrement plus faible, ainsi que par des perspectives de croissance plus limitées.

Bien que légèrement inférieurs aux multiples moyen et médian de l'échantillon 1 –notamment de l'EBIT –, les multiples propres d'Assystem déterminés sur la base des prévisions du management, développées précédemment dans la section 4.1.5, en demeurent assez proches.

Evaluation de l'action Assystem

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers nous permet de déterminer les valeurs de l'action Assystem et les primes et décotes respectives par rapport au prix de l'Offre de 20 € :

Agrégat	Valeur induite en € action ASSYSTEM	Prime / Décote
EBITDA 2013	19,20	4,15%
EBITDA 2014	20,00	0,00%
EBIT 2013	21,12	-5,31%
EBIT 2014	21,87	-8,54%

Ainsi, le prix de l'Offre extériorise une prime de 4,15% par rapport à la fourchette basse des valeurs obtenues par cette méthode et une décote de 8,54% par rapport à la fourchette haute.

A titre informatif, et sur la base des agrégats 2013 et 2014 estimés dans le Plan d'Affaires et par le consensus des analystes, le prix de l'Offre à 20 € fait ressortir un multiple d'Ebitda compris dans une fourchette de 5,3x et 6,8x et un multiple d'Ebit compris entre 6,3x et 8,1x.

Ainsi, le prix proposé à 20 € confère des multiples identiques à ceux déterminés sur la base de la valeur issue du cours de bourse moyen sur 3 mois d'Assystem et en cohérence avec les multiples issus des agrégats de l'échantillon1.

4.3.4. Références aux transactions significatives réalisées sur les titres de la Société

Cette approche consiste à évaluer la Société en faisant référence aux transactions significatives et récentes intervenues directement sur son capital.

A notre connaissance, deux transactions récentes constituent des références pertinentes.

Rachat par Assystem d'actions détenues par le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI)

Par un contrat conclu entre la Société et le FSI en date du 8 avril 2013, Assystem disposait d'une promesse de vente de la part du FSI exerçable entre le 23 mai et le 23 août 2013, portant sur 1.777.011 de ses propres actions.

Le prix de cession convenu entre les parties prévoyait deux formules de détermination du prix subordonnées à l'évolution du cours de bourse de l'action Assystem sur la période comprise entre le 23 mai 2013 et le 23 août 2013, sous réserve que le cours demeure supérieur ou égal à 16 euros mais inférieur ou égal à 17,25 euros sur cette même période.

Les deux méthodes de calcul prévues au contrat étaient les suivantes :

- i. le cours de bourse est supérieur ou égal à 16 euros et inférieur à 16,58 euros :
⇒ Le prix de cession par action sera égal à 16 euros.
- ii. le cours de bourse est supérieur ou égal à 16,58 euros et inférieur ou égal à 17,25 euros :
⇒ Le prix de cession sera égal au cours de bourse diminué d'une décote comprise entre 3,5% et 4%.

Lors de l'assemblée générale mixte du 22 mai 2013, les actionnaires ont approuvé le nouveau programme de rachat d'actions, dans lequel s'inscrit cette transaction. Ainsi, le 23 mai 2013, Assystem annonçait avoir racheté un bloc de 1.777.011 actions détenu par le FSI au prix de 16 euros par action. Sur la base du nombre d'actions en circulation au 30 mai 2013, ce bloc de titres représentait près de 9,3% du capital de la Société. Le prix de 16 euros par action faisait apparaître une décote de 1,05% par rapport au cours de clôture du jour de la transaction.

S'agissant d'une opération portant sur une part significative du capital d'Assystem, nous estimons qu'elle constitue une référence pour apprécier le prix de l'Offre.

L'Offre extériorise une prime de 25% par rapport au prix de 16 euros retenu en mai 2013.

Convention d'investissement et de coopération conclue entre Monsieur Dominique Louis / H.D.L. SAS et Salvepar SA

Le 28 octobre 2013, Monsieur Dominique et H.D.L. SAS (ci-après la « HDL »), société dont Monsieur Dominique Louis détient 100% du capital social et des droits de vote ont conclu une convention d'investissement et de coopération (ci-après la « Convention ») avec la société Salvepar SA (ci-après la « Salvepar »). Cette Convention prévoit l'entrée au capital de HDL par l'intermédiaire d'une augmentation de capital réservée d'un montant de 20 millions d'euros. En contrepartie de cet apport en numéraire, Salvepar reçoit 15,6% du capital et des droits de vote de HDL.

Les relations entre Dominique Louis et Salvepar au sein de HDL sont régies par l'intermédiaire des statuts de la société mais également par un pacte d'associés.

L'augmentation de capital de HDL a été réalisée en date du 13 décembre 2013. Cette société est essentiellement investie, directement ou indirectement, en actions, BSAAR ou ORNANE Assystem.

La rémunération de l'apport réalisé par Salvepar a été déterminée en retenant les valorisations suivantes :

Titre	Valorisation
Action Assystem	18,0 €
BSAAR 2015 Assystem	8,0 €
ORNANE 2017 Assystem (yc coupon couru*)	24,0 €

* Le prix de la transaction est de 24€ dont un coupon couru de 0,5€

S'agissant d'une transaction portant sur le capital de HDL, détenant directement et indirectement 28,8% du capital d'Assystem, nous considérons que cette convention récente constitue une référence pertinente.

Les modalités d'entrée au capital de HDL par Salvepar mettent en évidence les primes suivantes par rapport à l'Offre :

Titre	Valorisation	Prix OPA	Prime/décote
Action Assystem	18,0 €	20,0 €	11,1%
BSAAR 2015 Assystem	8,0 €	8,9 €	11,3%
ORNANE 2017 Assystem (hors coupon couru*)	23,5 €	23,5 €	0,0%

* Le prix de la transaction est de 24€ dont un coupon couru actualisé de 0,5€

4.3.5. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net.

Les hypothèses retenues pour la construction du plan d'affaires 2013 -2020 établi par la direction, dont nous avons apprécié la cohérence et la pertinence, ont été présentées au § 4.1.5 de notre rapport. En conséquence nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation par DCF sur la base de ce plan d'affaires.

a) *Mise en œuvre de la méthode*

Les flux de trésoreries disponibles sur la période 2013-2020 ont été déterminés de la manière suivante :

$$\begin{aligned} & \text{EBITDA} \\ & - \text{Impôt} \\ & - \text{Variation du BFR (+/-)} \\ & - \text{Investissements} \\ & = \text{Flux de trésorerie disponibles ou Free Cash-Flows} \end{aligned}$$

Nous avons actualisé ces flux à un taux de 9,45% selon le coût moyen pondéré du capital déterminé à partir des éléments suivants :

Détail du coût moyen pondéré du capital	
Taux sans risque (Obligations d'Etat françaises 10 ans)	2,30%
Bêta sectoriel corrigé de la dette et du cash (Moyenne des Bêtas des sociétés comparables*)	0,980
Bêta sectoriel réendetté	1,100
Prime de risque du marché (Bloomberg)	7,42%
Coût des capitaux propres	9,71%
Taux sans risque	2,30%
Spread crédit (valeur centrale utilisée pour la valorisation des ORNANE)	2,50%
Taux d'imposition (issu du business plan)	27,81%
Coût de la dette après impôts	3,47%
Debt / Equity cible (sociétés comparables)	17,00%
Structure Cible d'endettement (D / D+E)	14,53%
Coût Moyen Pondéré du Capital	9,45%

* Echantillon 2 élargi hors Alkerm, Ausy, Ricardo et Sogecclair dont le r^2 est très faible

Sur la base de ce taux de 9,45%, nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,5 %.

Enfin, la valeur terminale a été calculée selon le modèle de Gordon-Shapiro à partir d'un cash-flow disponible normatif, fondé notamment sur :

- un taux de marge d'EBIT de 4,6% du CA excluant tout crédit d'impôt, compte tenu du contexte de crise des finances publiques et d'instabilité fiscale ;
- le maintien du taux d'IS déterminé pour l'année 2020 ;
- l'équilibre entre investissement normatif et dépréciation annuelle des actifs égal à 1,2% du CA ;
- un besoin en fonds de roulement stable toujours égal à 5,5% du CA ;
- un taux de croissance à l'infini du flux de trésorerie de 1,0% pour lequel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,25%.

Cette valeur terminale correspond à un multiple implicite d'Ebit de 7,1x. Actualisée, elle représente 44,5% de la valeur d'entreprise d'Assystem.

Par application de cette méthode et sur la base des éléments et hypothèses présentés ci-dessus, la valeur de l'action Assystem s'établit à 18,55 €.

b) Analyses de sensibilité aux hypothèses clés

Nous avons orienté l'analyse de la sensibilité aux deux couples d'hypothèses suivants :

- Le premier couple d'hypothèses est composé du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ;
- Le second concerne le taux d'actualisation et le taux de marge d'EBIT attendu dans le flux normatif servant à calculer la valeur terminale.

Ces analyses font ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité 1

		Taux d'actualisation		
		8,95%	9,45%	9,95%
Taux de croissance à l'infini	0,75%	19,27 €	18,28 €	17,38 €
	1,00%	19,59 €	18,55 €	17,62 €
	1,25%	19,92 €	18,83 €	17,86 €

Prime /décote de l'offre		Taux d'actualisation		
		8,95%	9,45%	9,95%
Taux de croissance à l'infini	0,75%	3,79%	9,41%	15,07%
	1,00%	2,09%	7,82%	13,51%
	1,25%	0,40%	6,21%	11,98%

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux hypothèses retenues pour le taux de croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action ASSYSTEM comprise entre 17,62 € et 19,59 €. Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre 2,09% et 13,51% en comparaison avec le prix de 20 € proposé.

Analyse de sensibilité 2

		Taux d'actualisation		
		8,95%	9,45%	9,95%
Taux d'EBIT en valeur terminale	4,10%	18,31 €	17,38 €	16,55 €
	4,60%	19,59 €	18,55 €	17,62 €
	5,10%	20,86 €	19,71 €	18,68 €

Prime /décote de l'offre		Taux d'actualisation		
		8,95%	9,45%	9,95%
Taux d'EBIT en valeur terminale	4,10%	9,23%	15,07%	20,85%
	4,60%	2,09%	7,82%	13,51%
	5,10%	-4,12%	1,47%	7,07%

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux hypothèses retenues pour la croissance à l'infini et le taux de marge d'EBIT fait ressortir une valeur de l'action Assystem comprise entre 17,38 € et 19,71€.

Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre 1,47% et 15,07% en comparaison avec le prix de 20 euros proposé.

c) Synthèse des résultats selon la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

La valeur de l'action Assystem s'élève, selon les hypothèses centrales de cette méthode, à 18,55 € et s'inscrit dans une fourchette allant de 17,38 € à 19,71 €, externalisant des primes de respectivement de 15,07% et 1,47%.

4.4 Evaluation des instruments financiers donnant accès au capital d'Assystem

4.4.1. Evaluation des BSAAR 2015

4.4.1.1 Présentation des BSAAR et méthodes de valorisation

La société a émis, en date du 9 juillet 2008, 130.000 OBSAAR à échéance au 31 décembre 2013.

A ces obligations, il était attaché 3.250.000 BSAAR dont les principales caractéristiques se présentent comme suit :

Principales caractéristiques des Bsaar 2015	
Code Isin	FR0010630590
Valeur nominale	1,40 €
Prix d'exercice	11,10 €
Parité d'exercice	1 Bsaar = 1 AO
Mode d'exercice	A tout moment
Date d'émission	10/07/2008
Date fin d'incessibilité	11/07/2010
Date d'échéance	09/07/2015
Seuil de forçage	15,54 €
Prix de rachat anticipé	0,01 €
Date début de forçage	à partir du 09/07/2013

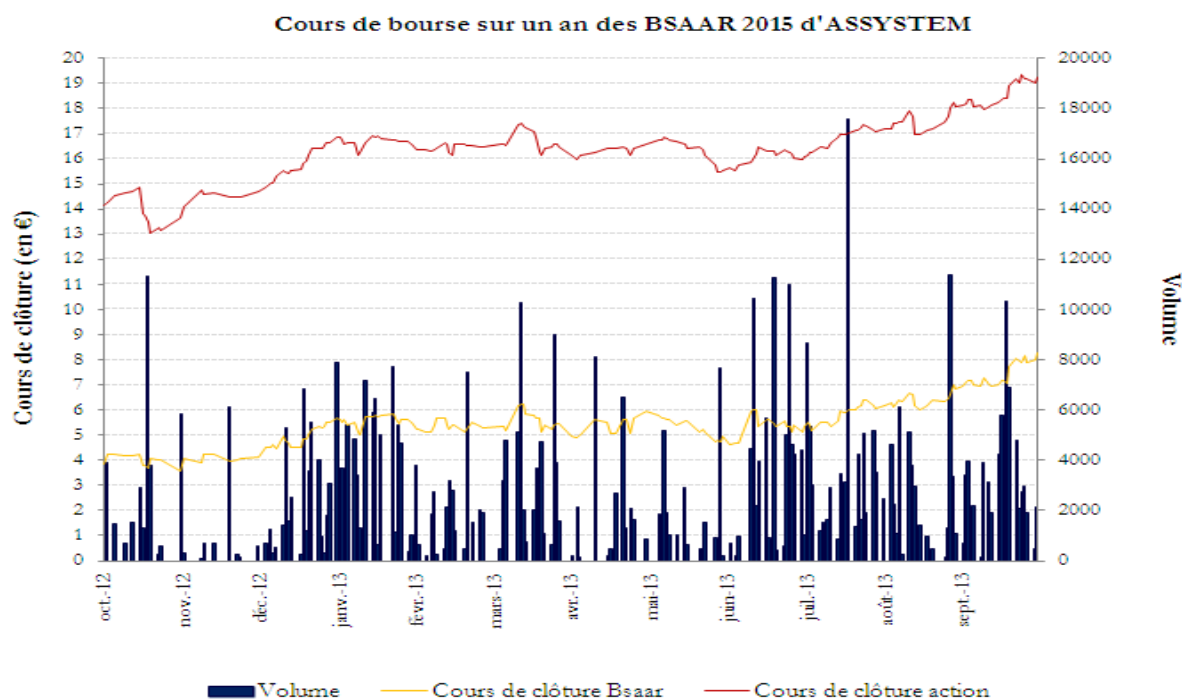
Cette émission a fait l'objet d'une note d'opération visée par l'AMF le 13 juin 2008 sous le numéro 08-128.

La présente Offre propose un prix de 8,9€ par BSAAR et le nombre de BSAAR en circulation au 31 octobre 2013, selon les informations fournies par Assystem, s'élève à 3.071.187.

4.4.1.2 Analyse du cours de bourse des BSAAR 2015

Le cours de bourse des BSAAR 2015 d'Assystem a évolué de la manière suivante au cours des

douze derniers mois :



Source : Nyse Euronext

Et le niveau des échanges sur différentes périodes au cours des douze derniers mois se présente comme suit :

Analyse de la liquidité des BSAAR 2015 d'Assystem

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total des BSAAR) (1)
Spot 29/10/2013	2 126	2 126	0,07%
Moyenne 1 mois	3 199	70 372	2,29%
Moyenne 2 mois	3 061	122 440	3,99%
Moyenne 3 mois	3 348	200 869	6,54%
Moyenne 6 mois	3 104	316 652	10,31%
Moyenne 1 an	2 969	570 109	18,56%

Source : Euronext

1 : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total des BSAAR

Les BSAAR présentent une liquidité faible avec un volume quotidien moyen sur six mois ne représentant que 0,1% du nombre total de BSAAR en circulation au 31 octobre 2013.

Le tableau ci-dessous présente le cours des BSAAR sur différentes périodes arrêtées au 29/10/2013 :

Moyennes pondérées des cours de bourse des BSAAR 2015 ASSYSTEM au 29/10/2013

	€ / action	Prime / décote
Cours de clôture (le 29/10/2013)	8,29	7,4%
CMPV* 1 mois	7,39	20,4%
CMPV* 2 mois	6,99	27,3%
CMPV* 3 mois	6,52	36,6%
CMPV* 6 mois	6,13	45,2%
CMPV* 12 mois	5,71	55,9%
Plus haut 12 mois	8,29	7,4%
Plus bas 12 mois	3,60	147,2%

Source : Euronext

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes des cours de bourse s'établissent entre 5,71€ (moyenne 12 mois) et 8,29€ (cours spot).

Ainsi, le prix de l'OPA extériorise des primes comprises entre 7,4% et 55,9%.

4.4.1.3 Analyse de la valeur théorique des BSAAR 2015

Ces BSAAR ont les caractéristiques d'une option d'achat américaine - exerçable à tout moment jusqu'à la date de maturité. Nous avons approché la valeur de l'option américaine avec dividendes en utilisant la déclinaison de Fischer Black du modèle Black & Scholes¹⁴.

Les paramètres ayant servi au calcul de la valeur théorique des BSAAR selon ce modèle, sont :

- **L'action sous-jacente :**

Nous avons retenu le prix de l'action Assystem offert dans le cadre de l'OPA, soit 20€/action.

- **Le prix d'exercice :**

Compte tenu d'une parité d'exercice d'un BSAAR pour une action Assystem, il est fixé à 11,1€.

- **La clause de forçage :**

A partir du 9 juillet 2013, la société a la faculté de rembourser par anticipation les BSAAR et de forcer leur exercice dès lors que la moyenne des cours de dix séances de bourse de l'action Assystem excède 15,54€.

Cette condition est déjà remplie, c'est pourquoi, ce cours de forçage n'est pas pris en compte dans la valorisation des BSAAR.

- **La volatilité :**

¹⁴ Cf ouvrage « OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES » John C. HULL

Nous n'avons pas retenu la volatilité des BSAAR car leur liquidité depuis leur cotation est très faible.

Nous l'avons déterminée à partir de la volatilité implicite réendettée découlant des actions d'Assystem et de ses comparables boursiers après correction de la dette et du cash, sur la base des cours sur un an. Cette volatilité se situe à 29% considérée dans notre analyse de sensibilité comme une valeur centrale.

- **Les dividendes attendus :**

La société n'a pas affiché de politique de distribution future. Pour estimer les dividendes futurs, nous nous sommes référés à la condition d'ajustement de la parité de conversion des ORNANE qui fixe un seuil de distribution de 0,5€/action au-delà duquel il est procédé à cet ajustement (cf page 50 de la note d'opération des ORNANE du 28 juin 2011).

- **Le taux sans risque :**

Le taux sans risque de référence est l'euro swap 2 ans qui s'élevait à la date du 29 octobre 2013 à 0,55% (source : ICAP Plc). Il reflète le taux de placement sur la durée de vie résiduelle des BSAAR soit 1,6 ans.

Au vu de ces éléments, la valeur des BSAAR 2015 d'Assystem et les primes induites compte tenu du prix d'achat offert à 8,9€ se présentent comme suit :

Valeur du BSAAR en €				Prime et décote par rapport au prix offert de 8,9€							
Taux sans risque		Volatilité			Taux sans risque		Volatilité				
		28,00%	29,00%	30,00%			28,00%	29,00%	30,00%		
		0,50%	8,61 €	8,63 €			8,66 €	0,50%	3,37%	3,13%	2,77%
		0,55%	8,62 €	8,64 €			8,67 €	0,55%	3,25%	3,01%	2,69%
0,60%	8,63 €	8,65 €	8,68 €	0,60%	3,13%	2,89%	2,59%				

La valeur théorique des BSAAR 2015 d'Assystem se situe donc dans une fourchette entre 8,62€ et 8,67€ soit une prime comprise entre 2,69% et 3,25% eu égard au prix de l'OPA.

Pour information, au vu du prix de l'action Assystem à 20€ proposé dans la présente Offre et du prix d'exercice à 11,1€, la valeur intrinsèque des BSAAR est de 8,9€ (20€-11,1€).

4.4.2. Evaluation des ORNANE 2017

4.4.2.1 Présentation des ORNANE 2017 et méthodes de valorisation

La société a émis en date du 6 juillet 2011, 4.181.818 ORNANE à échéance au 1^{er} juillet 2017, dont les principales caractéristiques sont résumées comme suit :

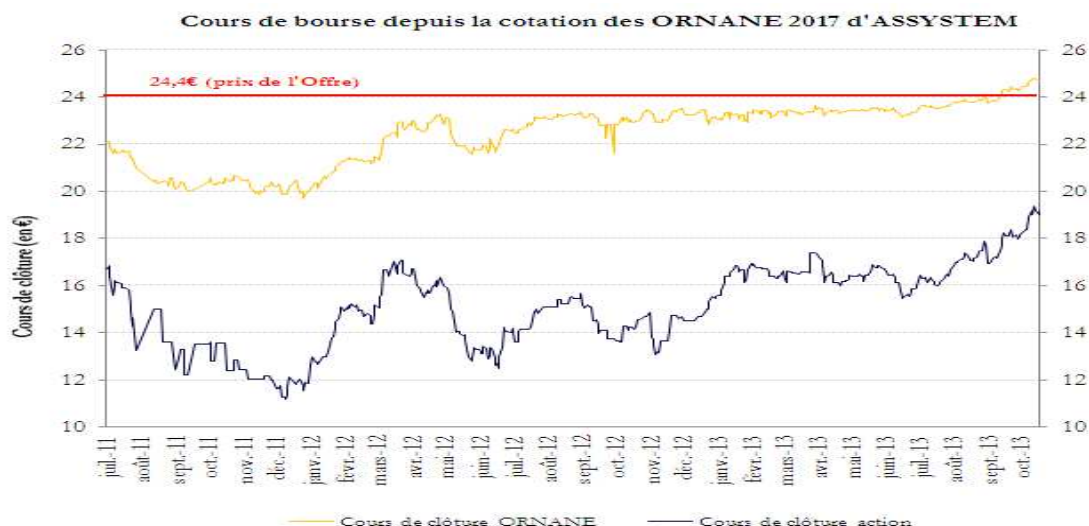
Principales caractéristiques des Ormane 2017	
Code Isin	FR0011073006
Valeur nominale	22,00 €
Date d'émission	06/06/2011
Date d'échéance	01/07/2017
Taux d'intérêt	4%
Mode de remboursement	In fine
Parité de conversion	1 Oblig. = 1 AO
Ajustement parité	Dividende >0,5€
Seuil de forçage	28,60 €
Date début de forçage	à partir du 06/07/2011

Cette émission a fait l'objet d'une note d'opération visée par l'Autorité des marchés financiers le 28 juin 2011 sous le numéro 11-268.

L'Offre présentée propose un prix de 23,5€ par ORNANE augmenté du coupon couru.

4.4.2.2 Analyse du cours de bourse des ORNANE 2017

Le cours de bourse des ORNANE 2017 a évolué depuis sa cotation comme suit :



Source : Bloomberg

L'analyse des cours de bourse sur différentes périodes au cours des douze derniers mois précédant la date de l'annonce de l'Offre, se présente ainsi :

Moyennes des cours de bourse des ORNANE ASSYSTEM au 29/10/2013				
	€/action	Coupon compris	€/action hors coupon	Prime/décote
Cours de clôture (le 29/10/2013)	24,72	0,73	24,00	-2,1%
Moyenne* 1 mois	24,50	0,69	23,81	-1,3%
Moyenne* 2 mois	24,23	0,65	23,57	-0,3%
Moyenne* 3 mois	24,05	0,62	23,43	0,3%
Moyenne* 6 mois	23,74	0,51	23,24	1,1%
Moyenne* 12 mois	23,51	0,40	23,12	1,7%
Plus haut 12 mois	24,83	0,71	24,12	-2,6%
Plus bas 12 mois	22,83	0,01	22,83	2,9%

Source : Bloomberg

* Cours moyen

Les différentes moyennes de cours de bourse des ORNANE (hors coupons courus) s'établissent entre 23,12€ (moyenne 12 mois) et 23,81€ (moyenne 30 jours). Les moyennes court-terme observées sont supérieures aux moyennes long-terme. Au dernier jour de cotation, le cours de bourse (hors coupon couru) s'établissait à 24,00€.

Le prix proposé de 23,50€ par ORNANE offre une prime comprise entre 0,3% et 1,7% sur les différentes moyennes de cours de bourse à partir de 3 mois et une décote comprise entre 0,3% et 2,1% sur les cours moyen 1 et 2 mois et le cours de clôture du 29 octobre 2013.

4.4.2.3 Analyse de la valeur théorique des ORNANE 2017

Une ORNANE est constituée d'une composante dette et d'une composante action. La composante action a les caractéristiques d'une option d'achat américaine. Au même titre que les BSAAR 2015, nous avons approché la valeur de cette option avec dividendes en utilisant la déclinaison de Fischer Black du modèle Black & Scholes.

Les paramètres utilisés sont similaires à ceux retenus pour les BSAAR, avec quelques particularités listées ci-après :

- **Le prix d'exercice :**

Compte tenu de la parité d'exercice inchangée depuis l'émission des ORNANE soit une obligation pour une action Assystem, le prix d'exercice a été retenu à 22€.

- **La clause de forçage :**

Jusqu'au 31 décembre 2014, les obligataires pourront exercer leur droit à l'attribution d'actions en cas d'atteinte d'un cours supérieur à 28,6€, calculé à partir de la moyenne du cours de l'action Assystem sur 20 jours.

En outre, la Société dispose de la faculté d'anticiper le remboursement des obligations à son gré et à tout moment à compter du 15 janvier 2015, dès que la condition décrite ci-avant est remplie.

Pour tenir compte de cette clause de forçage dans notre modèle de valorisation, nous avons soustrait du prix de l'option avec un prix d'exercice à 22€ celui de l'option avec un prix d'exercice à 28,6€.

- **Le taux sans risque :**

Le taux sans risque retenu est de 0,73% correspondant à l'euro swap 3 ans au 29 octobre 2013 (source : ICAP plc).

- **Spread de crédit :**

La composante dette est actualisée au taux sans risque, défini ci-avant, majoré d'un spread de crédit estimé à 250 bps. Cette valeur est retenue comme valeur centrale.

Le résultat de valorisation des ORNANE (hors coupon couru) ainsi que les primes dégagées par rapport au prix proposé à 23,5€ (hors coupon couru), compte tenu de l'analyse de sensibilité, se présentent comme suit :

Valeur de l'Ormane hors coupon couru en €

		Volatilité		
		28,00%	29,00%	30,00%
Spread	2,00%	23,26 €	23,28 €	23,30 €
	2,50%	22,94 €	22,96 €	22,98 €
	3,00%	22,63 €	22,65 €	22,66 €

Prime et décote par rapport au prix offert de 23,5€

		Volatilité		
		28,00%	29,00%	30,00%
Spread	2,00%	1,02%	0,93%	0,85%
	2,50%	2,44%	2,35%	2,26%
	3,00%	3,87%	3,77%	3,69%

Par conséquent, en application de la déclinaison de Fischer Black du modèle Black & Scholes, nous obtenons une valeur de l'ORNANE comprise entre 22,65 € et 23,28€.

Ces valeurs induisent une prime, compte tenu du prix de l'OPA à 23,5€, se situant entre 0,93% et 3,77% par rapport aux valeurs obtenues selon cette méthode.

4.4.2.4 Valeur de conversion et remboursement anticipé en cas d'Offre publique

En cas d'Offre publique, la note d'opération des ORNANE stipule :

- **en son article 4.17.2 al (e)**, la possibilité aux porteurs d'exercer leur droit d'attribution, pendant la période allant du 6 juillet au 31 décembre 2014, dans les conditions suivantes :

- ✓ Si la valeur de conversion unitaire est inférieure ou égale à la valeur nominale d'une obligation, le porteur recevra un montant en numéraire égal à la valeur de conversion.
- ✓ Si la valeur de conversion unitaire est supérieure à la valeur nominale d'une obligation, alors le porteur recevra :
 - un montant en numéraire égal à la valeur nominale d'une obligation,
 - augmenté d'un montant payable en actions de la société correspondant à la différence entre la valeur de conversion et la valeur nominale.

La valeur de conversion est égale au produit du taux de Conversion, ici 1 obligation donnant droit à une action, par le cours moyen pondéré par les volumes (CMPV) de l'action pendant une période de 10 jours de bourse.

A titre d'information, en application de ces dispositions et avant ajustement prévu en cas d'offre publique, la valeur de conversion au 29/10/13 est de 1x 19,11€ soit une valeur de 19,11€.

Le CMPV 10 jours de l'action Assystem tel que présenté au §.4.3.1, s'élève à 19,11 €.

Le prix de l'Offre à 23,5€ (hors coupon couru) fait apparaître une prime de 23% par rapport à la valeur de conversion.

En cas d'offres publiques, l'**article 4.17.7.7** stipule que le taux de conversion serait temporairement ajusté. Sur la base de la date d'ouverture indiquée dans la note d'opération soit 14 janvier 2014 et conformément à la formule d'ajustement stipulée dans l'article cité à savoir :

$$NTC = TC \times [1 + \text{Prime d'émission des obligations} \times (J/JT)]$$

On obtient un taux d'ajustement temporaire de 1,15 détaillé comme suit :

$$NTC = 1 \times [1 + 27,43\% \times (1083/2006)]$$

Ainsi, la valeur de conversion sera sur la base du prix de l'Offre retenu comme valeur de l'action Assystem de : $1,15 \times 20\text{€}$ soit une valeur de 23€.

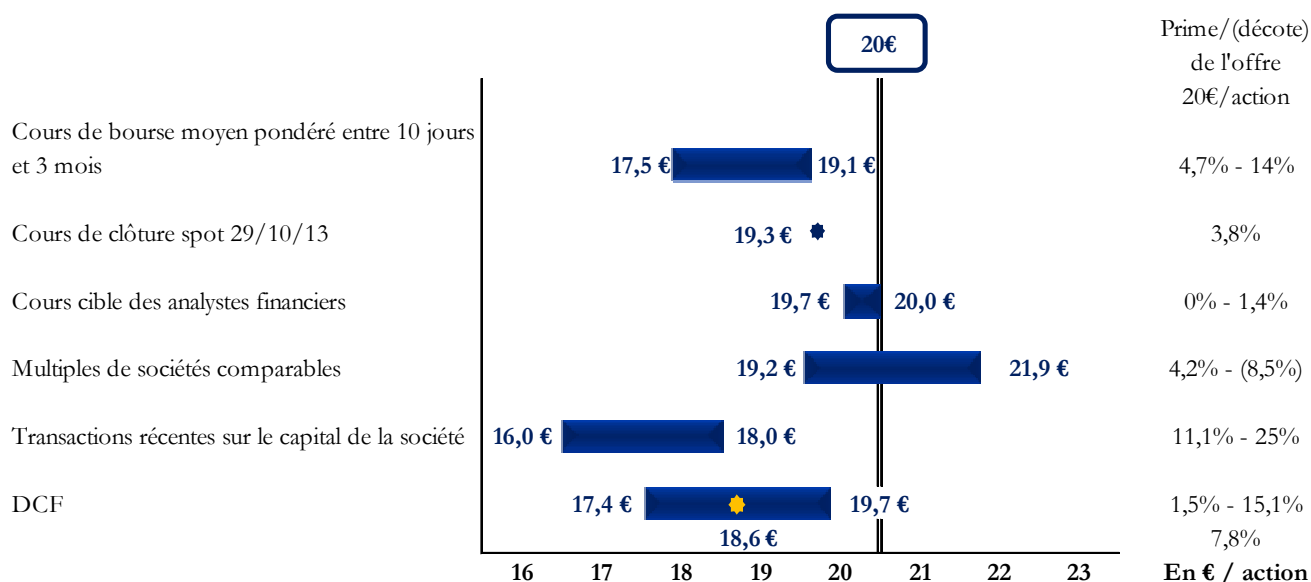
La prime induite par le prix de l'Offre à 23,5€ (hors coupon couru) ressort ainsi 2,17%.

- **en son article 4.9.5**, la possibilité aux porteurs de demander le remboursement anticipé à un prix égal au pair, soit 22€, majoré des intérêts courus.

Ainsi, la prime extériorisée par le prix de l'Offre à 23,5€ (hors coupon couru) compte tenu d'une valeur de remboursement anticipé de 22 € (hors coupon couru), s'élève à 6,8%.

4.5 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le prix de l'Offre extériorise pour l'action, les BSAAR et les ORNANE d'Assystem, les primes suivantes :

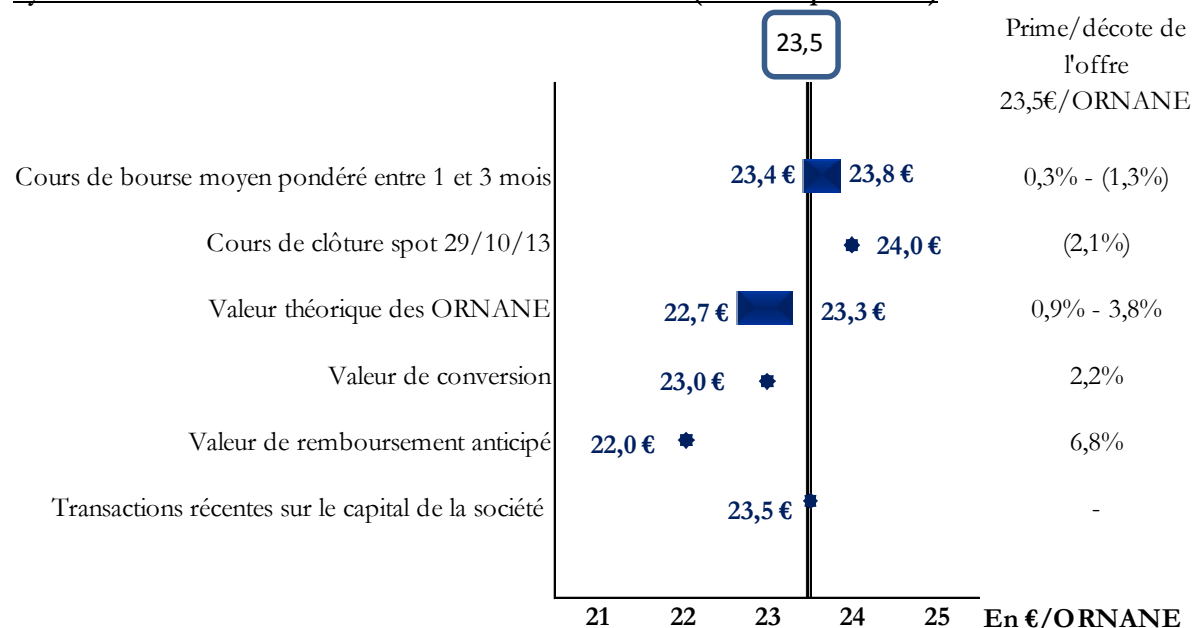


Le prix de l'Offre à 20€ par action Assystem extériorise une prime en référence :

- par rapport au cours de bourse spot du 29 octobre 2013 et à au cours moyen pondéré entre 10 jours et 3 mois (entre 3,8% et 14%) ;
- au cours cible moyen des analystes à 1,4% ;
- à la méthode des transactions récentes sur le capital de la société (entre 11,1% et 25%) ;
- à la méthode des DCF (entre 1,5% et 15,1%).

Par ailleurs, ce prix de l'Offre fait apparaître une prime de 4,2 % par rapport à la fourchette basse des valeurs obtenues par la méthode des multiples de sociétés comparables et une décote de 8,5% par rapport à la fourchette haute.

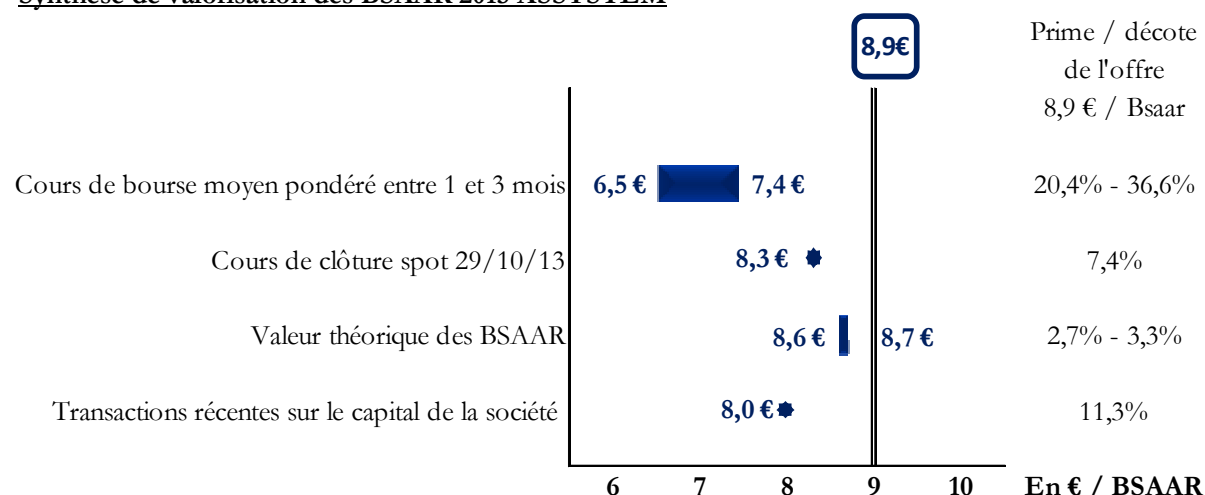
Synthèse de valorisation des ORNANE 2017 ASSYSTEM (Hors coupon couru)



Le prix de 23,5€ par ORNANE proposé dans le cadre de l'Offre, fait apparaître des primes et décotes comprises entre -2,1% et 6,8 % par rapport aux valeurs issues des méthodes suivantes :

- de la méthode du cours de bourse (entre -2,1% et +0,3%) ;
- de la méthode des transactions récentes sur le capital de la société à 0,0% ;
- de la valeur théorique calculée selon la déclinaison de Fischer Black de la méthode de Black-Scholes (entre 0,9% et 3,8%) ;
- de la valeur de conversion à 2,2% ;
- de la valeur de remboursement anticipé à 6,8%.

Synthèse de valorisation des BSAAR 2015 ASSYSTEM



Le prix proposé à 8,9€ par BSAAR offre une prime sur les valeurs obtenues à partir :

- du cours de bourse (entre 7,4% et 36,6%) ;

- de la méthode des transactions récentes sur le capital de la société à 11,3% ;
- de la valeur théorique calculée selon la déclinaison de Fischer Black de la méthode de Black-Scholes (entre 2,7% et 3,3%).

5. ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DES BANQUES PRESENTATRICES

Les méthodes et les références retenues dans les travaux des Banques présentatrices (ci-après « les Banques ») et dans nos travaux sont similaires.

5.1 Données structurant l'évaluation :

Les principales divergences dans les données structurant l'évaluation sont :

- dans les méthodes permettant de calculer la valeur d'une action en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions ajusté, les Banques ont déterminé ce nombre d'actions - par rapport au nombre d'actions en circulation majoré des actions résultant des BSAAR 2015 - au 31 août 2013, avec prise en compte d'un nombre de 241.056 actions correspondant aux actions gratuites « non cessibles à la date de l'opération ». Le nombre d'actions que nous avons retenu pour notre évaluation est présenté au § 4.1.3. Ainsi, tandis que nous avons retenu un nombre d'actions de 20,70 millions d'actions, les Banques en ont retenu 20,69 millions (soit un écart inférieur à 0,01%) ;
- dans les méthodes permettant de calculer la valeur d'une action, en se fondant sur une valorisation des capitaux propres de la Société - résultant de la différence entre la valeur d'entreprise et la dette nette ajustée - les Banques ont établi ce montant de dette nette ajustée sur la base des prévisions de dette et de trésorerie au 31 décembre 2013 ajustées de divers éléments, notamment lié à la détermination d'un besoin en fonds de roulement normatif. Comme présenté au § 4.1.4, nous avons calculé une dette ajustée au 31 octobre 2013, date de l'évaluation que nous avons retenue, sur la base des positions comptables semestrielles, attestées par les commissaires aux comptes et ajustées des variations intervenues entre le 1^{er} juillet 2013 et le 31 octobre 2013.

Ainsi, les Banques retiennent un montant de dette ajustée de 11,8 M€ (en date de valeur 31 décembre 2013), alors que nous avons retenu un montant de 18,2 M€ (en date de valeur 31 octobre 2013).

Il convient de préciser que dans la détermination de la valeur sur la base de la méthode DCF, nous avons retenu un flux de trésorerie d'exploitation pour les mois de novembre et décembre 2013 de 10 M€, tandis que les Banques ont, par cohérence, exclu tout flux 2013 de leurs calculs.

Ainsi, notre approche conduit à établir une dette nette ajustée au 31 décembre 2013 de 8,2 M€, contre 11,8 M€ retenus par les Banques. Rapporté à une action, cet écart confère, dans notre approche, une valeur de l'action Assystem supérieure d'un montant d'environ 0,17 € ($(11,8 \text{ M€} - 8,2 \text{ M€}) / 20,7 \text{ millions d'actions}$).

Dans l'approche des multiples des sociétés comparables, le passage de la valeur d'entreprise par action à la valeur de l'action proprement dite, se fait, dans notre évaluation, par minoration d'un montant de 0,88 € et dans celle des Banques, par une minoration de 0,57 €.

5.2 Référence au cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence significative d'appréciation sur les valeurs retenues par les Banques. Nous avons retenu pour date de référence le cours spot du 29 octobre 2013, dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Offre.

Il convient de noter cependant que les Banques présentatrices retiennent, dans leur détermination des cours moyens pondérés par les volumes (ci-après « CMPV »), une pondération des volumes journaliers par le cours de clôture quotidien. Dans notre approche, nous avons pondéré les volumes échangés quotidiennement, par le montant total des transactions réalisées quotidiennement. Cette divergence dans la détermination des CMPV entraîne de légères différences qui ne sont cependant pas de nature à modifier sensiblement les pourcentages des primes offertes dans le cadre de la présente Offre.

Les Banques ont présenté des primes induites par l'Offre, déterminées sur une période de cinq ans. En ce qui nous concerne, nous nous sommes concentrés sur les primes extériorisées au cours des douze derniers mois écoulés.

5.3 Référence aux cours-cibles des analystes

L'approche mise en œuvre dans le cadre de la référence aux objectifs de cours des analystes est proche de celle retenue par les Banques.

Nos résultats sont cependant légèrement différents de ceux présentés par ces dernières dans la mesure où nous n'avons retenu que les cours-cibles des analystes pour lesquels nous avons pu prendre connaissance de l'analyse complète. Ainsi, nous n'avons pas retenu la référence à Invest Securities du 27 septembre 2013 (objectif de cours de 19,0 €).

Enfin, les Banques ont présenté uniquement des résultats médians alors que nous avons également déterminé des résultats moyens.

5.4 Méthode des multiples de comparables boursiers

Les Banques ont retenu un échantillon comprenant 4 sociétés communes à notre échantillon (les sociétés Akka Technologies, Alten, Altran et Ausy) complété d'une société d'ingénierie française proposant essentiellement une offre en matière de services informatiques (SII SA).

Nous avons privilégié un échantillon restreint aux 4 sociétés précitées, élargi à titre informatif à 3 sociétés européennes ayant des métiers proches de ceux d'Assystem. Par ailleurs, les Banques ont retenu les multiples médians d'EBITDA et d'EBIT anticipés pour les années 2014 et 2015 tandis que nous avons retenu ces mêmes multiples attendus pour 2013 et 2014.

Les multiples (médians) retenus par les Banques s'élèvent à 5,5x et 4,7x pour l'Ebitda et à 6,4x et 5,4x pour l'Ebit, respectivement pour les prévisions 2014 et 2015. Les fourchettes de résultats sont présentées au § 5.9 *Synthèse*.

5.5 Référence aux transactions significatives réalisées sur les titres d'Assystem

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les références aux opérations sur le capital retenues par les Banques présentatrices.

5.6 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)

Comme indiqué en introduction de cette partie, les Banques ont déterminé la valeur d'une action Assystem sur la base de flux actualisés et d'une dette ajustée projetée au 31 décembre 2013, tandis que nous avons opéré nos calculs à la date du 31 octobre 2013. Par ailleurs ces dernières ont retenu un taux d'actualisation central de 10,6% tandis que nous avons déterminé un taux de 9,45%.

Enfin les Banques se sont limitées à présenter des calculs de sensibilité de la valeur de l'action au taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini tandis que nous avons réalisé également un calcul de sensibilité au taux de marge d'EBIT, pris en compte dans le flux normatif servant de base à la détermination de la valeur terminale. Les écarts de valeur par action ainsi déterminés sont présentés au § 5.9 *Synthèse*.

5.7 Valorisation des BSAAR 2015

5.7.1. Référence au cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur retenue par les Banques sauf sur la présentation ou non des calculs sur certaines périodes (2 et 12 mois par exemple).

5.7.2. Valeur théorique des BSAAR

Les principales différences consistent en :

- **La méthode de référence utilisée** : les Banques ont utilisé un modèle trinomial alors que nous avons retenu la déclinaison de Fischer Black du modèle Black & Scholes. Ces deux approches aboutissent globalement à des résultats identiques.

- **Les paramètres utilisés** :

Paramètres	Expert indépendant	Banques présentatrices
(1) Valeur du sous-jacent	20,00 €	19,26 €
(2) Dividendes 2014	0,50 €	0,47 €
(3) Volatilité	29,0%	15%

(1) La valeur retenue par les Banques est basée sur le cours de bourse spot au 29 octobre 2013, tandis que nous avons retenu le prix de l'Offre.

(2) Celui des Banques ressort du consensus de Bloomberg. Le nôtre correspond au seuil de la clause de forçage.

(3) Les Banques ont retenu une volatilité sur une base de 3 mois tandis que nous l'avons analysée sur une base d'un an.

- **L'analyse de sensibilité** : à la différence des Banques, nous avons présenté une analyse de sensibilité à la volatilité de l'action Assystem et au taux sans risque.

En outre, les Banques ont approché la valeur intrinsèque du BSAAR au regard du prix de l'action Assystem à 20€ proposé dans le cadre de la présente Offre. Nous avons mentionné cette valeur à titre informatif.

5.8 Valorisation des ORNANE

5.8.1. Référence au cours de bourse

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur retenue par les Banques sauf sur la présentation ou non des calculs sur certaines périodes (2 et 12 mois par exemple).

5.8.2. Valeur théorique des ORNANE

Nos divergences sont identiques à celles décrites pour la valorisation des BSAAR 2015.

Les Banques ont retenu une marge de repo de 2,5%. Pour rappel, le « repo » est un emprunt de titres contre un prêt de « cash », celui-ci étant rémunéré à taux variable moins une marge, appelée « marge de repo ».

Nous n'avons pas retenu de marge repo à cause, notamment, en l'absence de marché centralisé, de la difficulté d'obtenir cette donnée sur le titre Assystem.

En définitive, cette marge de repo a exactement la même influence sur la valeur de l'ORNANE que le taux de dividendes, qui viennent la minorer.

De plus, contrairement aux Banques, nous avons présenté une analyse de sensibilité au taux de volatilité de l'action Assystem et au spread de crédit.

5.8.3. Valeur de conversion en cas d'offre publique

Nous n'avons pas de divergence avec les Banques.

5.8.4. Valeur de remboursement anticipé des ORNANE

Nous n'avons pas de divergence avec les Banques.

5.9 Synthèse

Valorisation de l'action :

En € / action	Evaluation retenue		Prime et décote induite (%)	
	Expert indépendant	Banques présentatrices	Expert indépendant	Banques présentatrices
Transactions de référence sur le capital				
Convention SALVEPAR / HDL - 28/10/2013	18,0	18,0	11,1%	11,1%
Rachat d'actions au FSI - 23/05/2013	16,0	16,0	25,0%	25,0%
Cours de bourse				
Cours spot 29/10/2013	19,3	19,3	3,8%	3,8%
CMPV ⁽¹⁾ 10 jours avant 29/10/2013	19,1	non calculé	4,7%	n.a.
CMPV ⁽¹⁾ 1 mois avant 29/10/2013	18,5	18,7	8,1%	7,0%
CMPV ⁽¹⁾ 3 mois avant 29/10/2013	17,5	17,8	14,0%	12,3%
CMPV ⁽¹⁾ 6 mois avant 29/10/2013	16,9	16,7	18,3%	19,7%
CMPV ⁽¹⁾ 1 an avant 29/10/2013	16,3	16,4	22,7%	22,3%
CMPV ⁽¹⁾ 2 ans avant 29/10/2013	non calculé	15,2	n.a.	31,4%
CMPV ⁽¹⁾ 5 ans avant 29/10/2013	non calculé	12,8	n.a.	55,9%
Actualisation des flux futurs de trésorerie				
Fourchette basse	17,4	16,6	15,1%	20,4%
Hypothèse centrale	18,6	17,7	7,8%	12,9%
Fourchette haute	19,7	19,0	1,5%	5,0%
Objectif de cours des analystes				
Fourchette basse	19,7	19,6	1,4%	1,9%
Fourchette haute	20,0	19,7	0,0%	1,6%
Comparables boursiers (VE/EBIT & VE/EBITDA)				
Fourchette basse	19,2	16,9	4,2%	18,1%
Fourchette haute	21,9	19,3	-8,5%	3,7%

⁽¹⁾ CMPV : cours moyen pondéré par les volumes

Valorisation des ORNANE hors coupon :

Pour rappel, le prix de l'Offre est de 23,5€ hors coupon couru.

En € / ORNANE pied du coupon (hors coupon couru)	Evaluation retenue		Prime et décote induite (%)	
	Expert indépendant	Banque conseil	Expert indépendant	Banque conseil
Transactions de référence sur le capital				
Convention SALVEPAR / HDL - 28/10/2013	23,5	non calculé	-	n.a.
Cours de bourse *				
Cours spot 29/10/2013	24,0	24,0	-2,1%	-2,1%
CM ⁽¹⁾ 1 mois avant 29/10/2013	23,8	23,8	-1,3%	-1,3%
CM ⁽¹⁾ 2 mois avant 29/10/2013	23,6	non calculé	-0,3%	n.a.
CM ⁽¹⁾ 3 mois avant 29/10/2013	23,4	23,4	0,3%	0,3%
CM ⁽¹⁾ 6 mois avant 29/10/2013	23,2	23,2	1,1%	1,1%
CM ⁽¹⁾ 9 mois avant 29/10/2013	non calculé	23,2	n.a.	1,2%
CM ⁽¹⁾ 1 an avant 29/10/2013	23,1	non calculé	1,7%	n.a.
Valeur théorique				
Fourchette basse	22,7	23,4	3,8%	0,3%
Fourchette haute	23,3	23,4	0,9%	0,3%
Valeur en cas d'Offre publique (hors coupon couru)				
Valeur de conversion	23,0	23,0	2,2%	2,2%
Valeur de remboursement anticipé	22,0	22,0	6,8%	6,8%

⁽¹⁾ CM: cours moyen

* Après retraitement du coupon couru

Valorisation des BSAAR :

En € / BSAAR	Evaluation retenue		Prime et décote induite (%)	
	Expert indépendant	Banques présentatrices	Expert indépendant	Banques présentatrices
Transactions de référence sur le capital				
Convention SALVEPAR / HDL - 28/10/2013	8,0	non calculée	11,3%	n.a
Cours de bourse				
Cours spot 29/10/2013	8,3	8,3	7,4%	7,4%
CMPV ⁽¹⁾ 1 mois avant 29/10/2013	7,4	7,4	20,4%	20,2%
CMPV ⁽¹⁾ 2 mois avant 29/10/2013	7,0	non calculé	27,3%	n.a
CMPV ⁽¹⁾ 3 mois avant 29/10/2013	6,5	6,5	36,6%	36,1%
CMPV ⁽¹⁾ 6 mois avant 29/10/2013	6,1	6,1	45,2%	45,2%
CMPV ⁽¹⁾ 9 mois avant 29/10/2013	non calculé	5,9	n.a	49,9%
CMPV ⁽¹⁾ 1 an avant 29/10/2013	5,7	non calculé	55,9%	n.a
Valeur théorique				
Fourchette basse	8,6	8,2	3,3%	9,1%
Fourchette haute	8,7	8,2	2,7%	9,1%
Valeur intrinsèque	8,9*	8,9	-	-

⁽¹⁾ CMPV : cours moyen pondéré par les volumes

* Présenté à titre informatif

6. ACCORDS ET OPERATIONS CONNEXES A L'OFFRE

Nous avons procédé à une revue critique des termes des accords conclus afin de relever tout élément pouvant procurer un avantage particulier de nature à remettre en cause l'équité du prix de l'Offre.

Au vu des éléments cités dans la note d'opération et des informations transmises par la direction d'Assystem, nous avons identifié les accords et opérations, qui dans leur majorité ne visent pas directement la Cible, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre, suivants :

- Convention d'investissement et de coopération ;
- Pacte d'Associés ;
- Accord concernant l'investissement de certains cadres d'Assystem dans l'Initiateur ;
- Liquidité des actions gratuites ;
- Engagements d'apport des titres auto-détenus à l'Offre ;
- Engagements d'apport à l'Offre.

6.1 Convention d'investissement et de coopération

En date du 28 octobre 2013, Monsieur Dominique Louis et HDL, dont Dominique Louis détient 100% du capital social et des droits de vote ont conclu une convention d'investissement et de coopération (ci-après la « Convention ») avec la société Salvepar.

Aux termes de cette Convention, les parties ont convenu ce qui suit :

- L'entrée de Salvepar dans le capital de HDL par l'intermédiaire d'une augmentation de capital réservée d'un montant de 20 M€¹⁵ dans les 15 jours suivants la date de la Convention. En contrepartie de cet apport en numéraire, Salvepar reçoit 15,6% du capital et des droits de vote de HDL, déterminés sur la base des valorisations suivantes :

Titre	Valorisation
Action Assystem	18,0 €
BSAAR 2015 Assystem	8,0 €
ORNANE 2017 Assystem (yc coupon couru*)	24,0 €

* Le prix de la transaction est de 24€ dont un coupon couru de 0,5€

- l'organisation d'une augmentation de capital dans HDL ou dans l'Initiateur, comme investissement complémentaire à la réalisation de l'OPA, à laquelle participera un ou

¹⁵ En définitive, les apports en numéraires souscrits par Salvepar et ses sociétés liées se sont élevés à 40 M€ sur des bases de valorisation identiques

plusieurs investisseurs pour un montant compris entre de 20 M€ et 30 M€ (prime d'émission incluse) et Monsieur Dominique Louis et/ou toute personne contrôlée par lui pour un montant de 10M€ y compris la valeur de l'apport de titres¹⁶;

- l'engagement des parties de rechercher les financements en capital et dette bancaire nécessaires à la réalisation de l'OPA ;
- l'engagement des parties de se consulter sur toutes les questions importantes relatives à l'OPA ;
- la création d'une filiale destinée à être l'initiateur de l'OPA ;
- le transfert des titres détenus par Monsieur Dominique Louis et les Sociétés DL¹⁷ à l'Initiateur au prix de l'OPA avec effet à la date de règlement-livraison de l'OPA, suivant :
 - o la cession de 1.284.978 BSAAR ;
 - o l'apport en nature du solde des BSAAR ;
 - o l'apport en nature de l'ensemble de leurs actions d'Assystem.
- la conclusion d'un pacte d'associés ;
- la détermination des règles de gouvernance de la société HDL et de sa filiale initiatrice de l'OPA ; et
- les modalités d'investissement dans l'Initiateur offertes à certains cadres de la Société, directement ou via une société ad hoc.

6.2 Pacte d'associés

Outre les clauses usuellement prévues dans les pactes d'associés en termes de règles de gouvernance, d'engagement d'inaliénabilité au cas particulier des titres HDL ou d'une société des sociétés DL pendant une période 5 ans, et de dispositions de sortie, nous avons identifié l'élément suivant susceptible de concourir à l'appréciation de l'équité de l'Offre :

¹⁶ En définitive, le montant des investissements dans HDL a été réparti entre Salvepar et Monsieur Dominique Louis

¹⁷ Regroupent les sociétés détenues directement ou indirectement par Monsieur Dominique Louis. Il s'agit des sociétés EEC, HDL, CEFID et H2DA

A l'occasion de la cession par Salvepar ou un co-investisseur, de ses participations directes et indirectes dans le groupe, il sera versé à Monsieur Dominique Louis un pourcentage « X » de la différence, si elle est positive, entre :

- Le prix qu'aurait payé Salvepar et le co-investisseur pour la souscription des actions de HDL, si ce prix avait été basé sur le prix de l'OPA ; et
- Le montant réellement payé par eux pour la souscription de ces actions.

Ce pourcentage « X » est fonction du retour sur investissement (« TRI ») de Salvepar ou du co-investisseur.

Si le TRI :

- Est inférieur ou égal à 15%, X sera égal à 0% ;
- Est supérieur à 15% et inférieur ou égal à 20%, X sera égal à 50% ;
- Est supérieur ou égal à 20%, X sera égal à 100%.

Ainsi, les actionnaires d'Assystem bénéficient actuellement, sans aucune condition de performance future, d'un prix plus élevé que celui proposé aux investisseurs de HDL.

Monsieur Dominique Louis ne bénéficiera, quant à lui, de ce même prix qu'à la sortie de Salvepar ou d'un co-investisseur, à condition que ces derniers obtiennent un TRI supérieur à 20%.

On peut résumer ci-après la prime induite en fonction du TRI cible :

Titre	Prix de souscription			Prix de souscription ajusté					
	Valorisation	Prix OPA	Prime/décote	Valo si TRI<15%	Prime/décote	Valo si 15%<=TRI<20%	Prime/décote	Valo si 20%<=TRI	Prime/décote
Action Assystem	18,0 €	20,0 €	11,1%	18,0 €	11,1%	19,0 €	5,3%	20,0 €	0,0%
BSAAR 2015 Assystem	8,0 €	8,9 €	11,3%	8,0 €	11,3%	8,5 €	5,3%	8,9 €	0,0%
ORNANE 2017 Assystem (hors coupon coupon*)	23,5 €	23,5 €	0,0%	23,5 €	0,0%	23,5 €	0,0%	23,5 €	0,0%

* Le prix de la transaction est de 24€ dont un coupon coupon actualisé de 0,5€

6.3 Accord concernant l'investissement de certains cadres d'Assystem dans l'Initiateur

Aucun accord n'a été conclu à ce jour.

6.4 Liquidité des Actions gratuites

Si les conditions du retrait obligatoire étaient réunies et que l'Initiateur en demande la mise en œuvre, ou si à l'issue de l'Offre Réouverte la liquidité des actions de la Société était fortement réduite, il serait proposé :

- aux titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition dans le cadre des plans résumés en § 2.6 de la note d'opération, de conclure un contrat de liquidité portant sur les actions gratuites qui leur seront le cas échéant définitivement attribuées ;
- aux actionnaires titulaires d'actions gratuites qui seraient en période de conservation de conclure un contrat de liquidité portant sur lesdites actions.

Un contrat de liquidité sous forme de promesses d'achat et de vente entre les bénéficiaires d'actions gratuites et l'Initiateur.

Le prix de ces promesses serait déterminé sur la base de méthodes de valorisation cohérentes avec celles utilisées pour déterminer le prix des actions, dans le cadre de la présente Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire.

6.5 Engagements d'apport des titres auto-détenus à l'Offre

Il est soumis au Conseil de surveillance devant se tenir le 17 décembre, la décision d'apporter l'ensemble des titres d'autocontrôle existants, à l'Offre, à l'exception des titres nécessaires au contrat de liquidité et à la couverture des actions gratuites à livrer en 2014 (actions relatives aux plans du 29 novembre 2011 et du 31/10/2012).

Ainsi, le nombre de titres devant faire l'objet d'apport à l'OPA s'élève à 1.663.749 titres.

L'apport se ferait dans les mêmes conditions financières que celles proposées aux actionnaires d'Assystem.

Sous réserve de la décision du Conseil de surveillance et en cas de réalisation de l'apport de ces titres à l'Offre, la société dégagerait, post-opération d'OPA, une plus-value brute de 4€ par titre apporté (base un coût d'achat à 16,01€, étant rappelé que la plupart de ces titres ont été acquis auprès du FSI en mai 2013).

En d'autres termes, la plus-value latente brute viendrait majorer la valeur par action diluée avant OPA de 0,32€, soit 0,20€ net d'IS à 38%.

6.6 Engagements d'apport à l'Offre

L'Initiateur a conclu au cours du mois de décembre 2013 des accords avec certains actionnaires, au nombre de treize dont le FCPE Assystem et certains managers, portant sur un engagement d'apport à l'Offre des titres qu'ils détiennent.

Nous n'avons pas relevé dans ces accords, de disposition conférant à ces actionnaires un avantage particulier.

7. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'opération d'Offre Publique d'Achat des actions, des BSAAR et des ORNANE de la société Assystem, respectivement pour des prix de 20,0€, 8,9€ et 23,5€ (augmenté du coupon couru).

A l'issue de nos travaux décrits plus haut, ces prix offerts, confortés par des valeurs résultant de méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes, présentent les décotes et les primes suivantes :

En ce qui concerne les actions :

- Entre +3,8% et +14,0% par rapport au cours spot et au cours moyen pondéré de l'action Assystem sur, respectivement, 10 jours, 1 mois, 2 mois et 3 mois,
- entre +11,1% et +25,0% par rapport aux multiples extériorisés des transactions récentes sur le capital de la société,
- entre - 8,5%% et +4,2 % par rapport aux valeurs découlant de la méthode des multiples de sociétés comparables,
- entre 0,0% et +1,4% par rapport aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers,
- et entre +1,5% et +15,1% par rapport aux valeurs issues de la méthode de flux de trésorerie actualisés.

A propos des BSAAR :

- Entre +7,4% et +36,6% par rapport au cours spot et aux cours moyens pondérés du BSAAR Assystem sur, respectivement, 1 mois, 2 mois et 3 mois,
- entre +2,7% et +3,3% par rapport à la valeur théorique des BSAAR,
- Et une prime de +11,3% en référence aux transactions récentes sur le capital de la société.

Et s'agissant des ORNANE :

- Entre -2,1% et +0,3% par rapport au cours spot et aux cours moyens (hors coupons courus) de l'ORNANE Assystem sur, respectivement, 1 mois, 2 mois et 3 mois,
- entre +0,9% et +3,8% par rapport à la valeur théorique,
- une prime nulle au regard des transactions récentes sur le capital de la société,
- une prime de +6,8% au vu de la valeur de remboursement anticipé convenu dans les conditions d'émission des ORNANE,
- Et une prime de +2,2% eu égard à la valeur de conversion telle qu'elle découle des conditions prévues dans la note d'émission des ORNANE.

Les prix offerts se situent ainsi à l'intérieur de la fourchette des valeurs issues de méthodes de valorisation, ressortant d'une approche multicritères.

Par ailleurs, notre revue critique des accords et opérations connexes à l'Offre, développée dans le présent rapport, n'est pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires ou les porteurs d'instruments financiers.

Sur ces bases, nous estimons que les prix offerts s'élevant à 20€ par action, 8,9€ par BSAAR et 23,5€ (augmenté du coupon couru) par ORNANE, proposés dans le cadre de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs de BSAAR et

d'ORNANE d'Assystem, apportant volontairement leurs titres, aux fins notamment de bénéficier d'une liquidité immédiate.

Fait à Paris, le 17 décembre 2013

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling & Associés

Didier Kling

Date d'annonce	Initiateur	Cible	Pays	% Acquis	Société cible	Valeur d'entreprise	Chiffre d'affaires	VE / CA	EV/EBITDA	EV/EBIT
07/02/2013	Private Group Led by Cobepa	Socotec	France	100,0%	Conseil en sécurité / Inspection	517 000	475 000	1,1 x	9,9 x	
07/09/2012	ÅF	Advansia	Norway	100,0%	Ingénierie (infrastructure)	32 173	31 093	1,0 x	5,6 x	5,7 x
29/02/2012	Bilfinger Berger	Tebodin	Netherlands	100,0%	Ingénierie (infrastructure)	154 278	223 000	0,7 x	8,9 x	10,1 x
07/12/2011	Akka Technologies SA	MBtech Group	Germany	65,0%	Service d'ingénierie (automobile)	100 000	371 032	0,3 x		5,6 x
26/09/2011	CH2M Hill Companies (CH2M)	Halcrow	England	100,0%	Ingénierie (infrastructure)	413 070	532 622	0,8 x	13,9 x	19,4 x
27/07/2011	Akka Technologies	Aeroconseil	France	100,0%	Ingénierie (aéronautique)	40 193	105 200	0,4 x		3,8 x
20/06/2011	Ausy	Elan	Germany	51,0%	Ingénierie (aéronautique)	12 665	25 000	0,5 x		12,7 x
15/05/2011	Private Group led by Management	ERM	England	100,0%	Ingénierie (santé / sécurité)	672 652	296 442	2,3 x	13,1 x	14,4 x
31/01/2011	Assystem	Berner & Mattner	Germany	100,0%	Externalisation R&D (systèmes embarqués)	18 100	28 779	0,6 x	6,6 x	8,1 x
21/12/2012	Altran Technologies	IndustrieHansa	Germany	100,0%	Service d'ingénierie (automobile)	113 172	162 856	0,7 x	7,8 x	8,9 x
23/07/2012	ATON	Ruecker	Germany	89,7%	Ingénierie (automobile et aéronautique)	140 036	175 910	0,8 x	10,0 x	14,1 x
04/01/2011	Ausy	Aptus Group	France	100,0%	Système information (télécom et aéronautique)	25 901	70 613	0,4 x	n.s.	n.s.

Sources: Epsilon Research / EMLAT

Médiane	0,7 x	8,9 x	9,1 x
Moyenne	0,8 x	9,6 x	10,0 x
Min.	0,3 x	5,6 x	3,8 x
Max.	2,3 x	13,9 x	19,4 x

ANNEXE n°2 : Sociétés cotées sélectionnées pour la méthode des comparables boursiers

AKKA TECHNOLOGIES SA est une société française, cotée sur Euronext Paris, spécialisée dans le conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans l'ingénierie systèmes, l'ingénierie mécanique, l'ingénierie process, l'ingénierie documentaire, et dans les prestations de services informatiques (logiciels embarqués & électronique, systèmes d'Information) et de conseil...

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 827 M€ pour un EBITDA de 74 M€ et un EBIT de 61 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 48,8% en France et 51,2% dans l'UE, notamment dans les secteurs d'activités automobile (40,3%) et aéronautique (25,2%).

ALTEN SA est une société française, cotée sur Euronext Paris, spécialisée dans le conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans l'ingénierie et conseil en technologies (ICT) et dans les systèmes d'information réseaux et télécoms (SIRT).

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1 198 M€ pour un EBITDA de 129 M€ et un EBIT de 116 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 63,2% en France (63,2%) et 31% dans l'UE, notamment dans les secteurs d'activités automobile (16,3%) et aéronautique (17,1%).

ALTRAN est une société française, cotée sur Euronext Paris, spécialisée dans le conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans le conseil en technologie et R&D (72% du CA) et le conseil en organisation et systèmes d'information (28%).

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1 456 M€ pour un EBITDA de 140 M€ et un EBIT de 111 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 51% en France et 46,1% dans l'UE, notamment dans les secteurs d'activités automobile et aéronautique.

AUSY SA est une société française, cotée sur Euronext Paris, spécialisée en conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans le système d'information (48% du CA), et les systèmes industriels (52% du CA).

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 321 M€ pour un EBITDA de 22 M€ et un EBIT de 22 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 73% en France et 27% à l'international, notamment dans les secteurs d'activités télécom/multimédia (24% du CA) et aéronautique/espace/défense (28% du CA).

SOGECLAIR SA est une société française, cotée sur Euronext Paris, et spécialisée dans le conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans la conception et le développement de produits et services industriels de haute technologie (Produits et systèmes, assistance technologique...).

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 94 M€ pour un EBITDA de 13 M€ et un EBIT de 8 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 60,4% en France, 22,5% en Allemagne et 17,1% dans les autres pays, notamment dans les secteurs d'activités aéronautique (82% du CA), automobile & ferroviaire (9% du CA) et défense & industrie (9%)

BERTRANDT AG est une société allemande, cotée en bourse de Frankfurt, spécialisée en conseil et ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans les prestations de services de design, d'intérieur, de carrosserie, de chaîne cinématique, de trains roulants, de simulation, d'électronique, de maquettage, de soutien développement, de véhicules industriels et d'aéronautique.

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 710 M€ pour un EBITDA de 159 M€ et un EBIT de 75 M€ au 31.12.2012. Son chiffre d'affaires consolidé représente 90% en France et 10% à l'étranger, notamment dans l'ingénierie numérique (62% du CA), le génie électrique (20% du CA) et le génie physique (18% du CA).

WS ATKINS PLC est une société anglaise, cotée en bourse de Londres, spécialisée en conseil et ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans les prestations de services de conception, d'ingénierie et de management conseil.

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1711 M€ pour un EBITDA de 141 M€ et un EBIT de 146 M€ au 31.03.2013. Son chiffre d'affaires consolidé représente 46% en Grande Bretagne et 54% à l'étranger, notamment dans les prestations routières (26%), de rail (16%), de bâtiments (10%) et d'aéronautique (7%).

RICARDO PLC est une société anglaise, cotée en bourse de Londres, spécialisée en conseil et l'ingénierie en haute technologie. Son activité est principalement réalisée dans les prestations de services de conseil technique (79%) et de produits performants (21%)

Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 230 M€ pour un EBITDA de 22 M€ et un EBIT de 22 M€ au 30.06.2013. Son chiffre d'affaires consolidé représente 51% en Grande Bretagne et 49% à l'étranger, notamment dans les secteurs d'activités automobile (42%) et automobile de haute performance (17%).

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Dominique Louis
Président du directoire de Assystem