

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SYSTAR

INITIEE PAR



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°14-234 en date du 27 mai 2014 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société SYSTAR et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis importants

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Bellot, Mullenbach et Associés, représenté par Pierre BEAL agissant en qualité d'expert indépendant, et son addendum, sont inclus dans la présente note en réponse.

Dans le cas où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, Axway s'est réservée la possibilité de mettre en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix de 5,97 euros par Action.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Systar (www.systar.fr), et mis gratuitement à la disposition du public et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de Systar (171 Bureaux de la Colline – 92210 Saint-Cloud).

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

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
	2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'Actions	5
	2.2. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions	5
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	7
	3.1 Composition du Conseil	7
	3.2 Décision du Conseil	7
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SYSTAR	12
5.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	12
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	12
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	12
	7.1. Structure et répartition du capital de la Société	12
	7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions et accords entre actionnaires dont Systar a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote	13
	7.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	13
	7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
	7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
	7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	13
	7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	14
	7.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	14
	7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	15
	7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	16
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	46
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	46

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1, alinéa 2°, et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Axway Software, société anonyme à conseil d'administration au capital de 41 099 332 euros régie par le droit français, dont le siège social est sis PAE Les Glaisins, 3 rue du Pré Faucon 74940 Annecy-Le-Vieux, immatriculée à Annecy au Registre du commerce et des sociétés d'Annecy sous le numéro 433 977 980 (ci-après « **Axway** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Systar, société anonyme à conseil d'administration au capital de 2 836 775,4 euros dont le siège social est sis 171 Bureaux de la Colline, 92213 Saint-Cloud Cedex, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 329 222 806 (ci-après « **Systar** » ou la « **Société** »), d'acquérir leurs titres dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur et la présente note d'information en réponse (ci-après l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société (ci-après les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000052854 (mnémonique SAR).

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, au prix de 5,97 euros par Action, à l'exclusion des 690 700 Actions auto-détenues à la date du 16 mai 2014, soit 2 591 515 Actions qui représentent 27,41 % du capital et 27,97 % des droits de vote à la date de la présente note en réponse. Il est précisé que l'ensemble des 31.910 options de souscription d'actions qui existaient au jour du dépôt de l'offre ont été exercées par leurs bénéficiaires. Ces exercices ont donné lieu à la création de 31.910 Actions.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions si les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Systar. Une telle procédure, s'il y a lieu, sera mise à l'œuvre à un prix de 5,97 euros par Action.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Bryan Garnier & Co., qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'Actions

Par un communiqué en date du 24 mars 2014, Systar a été informé que la société Axway était entrée en négociations exclusives avec les actionnaires contrôlant de concert¹ Systar en vue de l'acquisition d'un bloc représentant 61,02% du capital et 60,52% des droits de vote de la Société à un prix de 5,97 € par Action pour un montant total de 34,3 millions d'euros.

Dans le cadre de la préparation de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « Data Room » (salle d'information). Il est précisé afin de rétablir l'égalité d'accès à l'information que dans le cadre de la préparation de l'Offre, l'Initiateur a eu connaissance du montant de dette (trésorerie) nette à fin février 2014 qui s'élève à (1 122 000) euros², communiqué à travers la Data Room.

Le projet d'Acquisition Hors Marché a fait l'objet d'un avis positif des instances représentatives du personnel de Systar et d'Axway le 16 avril 2014.

Le 17 avril 2014, Axway a signé un contrat de cession d'Actions (le « **Contrat de Cession** ») aux termes duquel Axway a acheté hors marché auprès des actionnaires contrôlant de concert Systar un total de 5 750 120 Actions représentant 61,02% du capital social et 72,70% des droits de vote de Systar (avant réalisation du Contrat de Cession) (l'« **Acquisition Hors Marché** »). Cette acquisition est suivie, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants et 234-1 et suivants du règlement général de l'AMF, du dépôt d'une OPAS par Axway visant les Actions non-détenues par Axway.

2.2. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions

- Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce, Axway a déclaré avoir franchi en hausse, le 17 avril 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de Systar et détenir 5 750 120 Actions représentant autant de droits de vote, soit 61,02% du capital et 60,52% des droits de vote de cette société au jour du franchissement de seuil³.

Ce franchissement de seuils résulte de l'Acquisition Hors Marché (avis AMF n° 214C0601).

- Axway a effectué, le 23 avril 2014, la déclaration d'intention suivante (avis AMF n°214C0619) :
 - « L'acquisition hors marché des actions SYSTAR a été réalisée par Axway, agissant seul. Cette opération est financée par Axway sur la base de ses ressources propres et ses capacités de tirage qui sont immédiatement mobilisables et sans conditions.
 - Axway détient depuis l'acquisition hors marché susvisée le contrôle de la société Systar.

¹ Le concert était composé de Madame Flasaquier, Messieurs Kuster et Beauchamp et la SC Porres (société contrôlée par la famille de laVallée-Poussin).

² la dette financière nette est définie comme les emprunts et dettes financières courants et non-courants, pour un montant de 2,9 M€ (à fin février 2014), diminués de la trésorerie disponible et des placements financiers courants pour un montant de 4,0 M€ (à fin février 2014).

³ Sur la base d'un capital composé de 9 424 008 Actions représentant 9 500 810 droits de vote.

- En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1, alinéa 2°, et 234-2 du règlement général de l'AMF, Axway déposera auprès de l'AMF, dans les meilleurs délais, une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'intégralité des actions SYSTAR non détenue à ce jour par Axway (l'« offre »). Cette offre serait suivie, si les conditions du retrait obligatoire sont remplies, d'un retrait obligatoire en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF. Le prix envisagé de l'offre serait de 5,97€ par action, sous réserve de l'analyse de l'expert indépendant et de l'obtention de la déclaration de conformité de l'AMF. Dans le prolongement de ce projet de retrait obligatoire, Axway se réserverait la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des actions du marché réglementé Euronext Paris. Euronext Paris ne pourra alors accepter cette demande que si la liquidité des actions concernées est fortement réduite à l'issue de l'offre, de telle sorte que cette radiation serait dans l'intérêt du marché, et prise conformément aux règles de marché d'Euronext Paris.
 - Axway souhaite s'appuyer sur les équipes de Systar afin de procéder dans les meilleurs délais à l'intégration des activités de Systar au sein de ses propres activités. Cette démarche consistera notamment à combiner les deux lignes de produits afin de fournir aux clients d'Axway et de Systar une gamme de produits et services plus étendue et disposer d'équipes de vente et de services renforcées avec une approche plus large et plus globalisée.
 - À l'issue de l'offre et de son résultat, Axway examinera les différentes structures juridiques et financières qui peuvent être envisagées, ainsi que les différentes opérations listées à l'article 223-17 I, 6° du règlement général de l'AMF, afin de faciliter et d'optimiser l'intégration opérationnelle et administrative de Systar au sein d'Axway Software.
 - Axway n'est partie à aucun accord et/ou instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce relatifs à SYSTAR.
 - Axway n'a conclu aucun accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et/ou les droits de vote de la société Systar.
 - À l'issue de l'acquisition hors marché, la composition du conseil d'administration de Systar a été revue afin de refléter la nouvelle structure de son actionnariat. Le conseil d'administration a coopté MM. Pierre Pasquier, Christophe Fabre et Christophe Rullaud en qualité de nouveaux membres du conseil d'administration de SYSTAR et a nommé M. Christophe Fabre en qualité de président-directeur général, suite à la démission de M. Guy Kuster (président - directeur général et administrateur), Mme Michèle Flasaquier (directeur général délégué et administrateur), et de la SC Porres (administrateur). Il n'est pas envisagé de solliciter la nomination d'un ou plusieurs autres administrateurs additionnels à ceux déjà nommés. »
- Conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce, le concert composé de Madame Michèle Flasaquier, Messieurs Guy Kuster et Bernard Beauchamp et la société civile Porres, a déclaré avoir franchi en baisse, par suite d'une cession d'Actions hors marché, les seuils de 2/3 des droits de vote et 50%, 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Systar et ne plus détenir aucune Action de cette société (avis AMF n° 214C0602).

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1 Composition du Conseil

Le Conseil d'administration de Systar est, à la date de la présente note en réponse, composé de quatre administrateurs :

- Monsieur Christophe FABRE, Président Directeur Général
- Monsieur Pierre PASQUIER, administrateur
- Monsieur Christophe RULLAUD, administrateur
- Monsieur Francis GUITTONNEAU, administrateur indépendant.

3.2 Décision du Conseil

Le Conseil d'administration de Systar s'est réuni le 6 mai 2014 pour examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par Axway visant les Actions non détenues par Axway et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF.

L'ensemble des administrateurs a participé à cette réunion.

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

« Constatation »

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

(i) Qu'Axway Software a indiqué :

- qu'elle souhaite s'appuyer sur les équipes de la Société afin de procéder dans les meilleurs délais à l'intégration des activités de la Société au sein de ses propres activités. Cette démarche consistera notamment à combiner les deux lignes de produits afin de fournir aux clients d'Axway Software et de la Société une gamme de produits et services plus étendue et disposer d'équipes de vente et de services renforcées avec une approche plus large et plus globalisée.
- Que l'objectif de l'initiateur est de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de la Société. L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi. L'initiateur soutient la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines actuellement en place au sein de la Société. En outre, Axway Software envisage de maintenir la localisation actuelle des centres opérationnels de la Société.
- Qu'à l'issue de l'Offre et en fonction de son résultat, Axway Software examinera les différentes structures juridiques et financières qui peuvent être

envisagées, afin de faciliter et d'optimiser l'intégration opérationnelle et administrative de la Société au sein d'Axway.

- Qu'à l'issue de l'acquisition hors marché auprès des actionnaires concertants, la composition du conseil d'administration de la Société a été revue afin de refléter la nouvelle structure de son actionnariat. Le conseil d'administration a coopté MM. Pierre Pasquier, Christophe Fabre et Christophe Rullaud en qualité de nouveaux membres du conseil d'administration de Systar et a nommé M. Christophe Fabre en qualité de président-directeur général, suite à la démission de M. Guy Kuster (président - directeur général et administrateur), Mme Michèle Flasaquier (directeur général délégué et administrateur), et de la SC Porres (administrateur). Il n'est pas envisagé de solliciter la nomination d'un ou plusieurs autres administrateurs additionnels à ceux déjà nommés.
 - Qu'il n'est pas dans l'intention de l'initiateur de mettre en œuvre une politique de distribution de dividendes.
 - Que l'initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société si les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société. Une telle procédure, s'il y a lieu, sera mise en œuvre à un prix de 5,97 euros par action.
- (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Bryan Garnier & Co figurant ci-après :

	Systar Valeur/ Action (€)	Prime / (décote) induite par le Prix d'Achat
Prix de l'Offre		5,97
A titre principal		
Acquisition d'une participation majoritaire par Axway	5,97	0%
Analyse du cours de bourse		
Cours de clôture (24/03/14)	5,09	17%
Moyenne pondérée 1 mois	4,44	34%
Moyenne pondérée 3 mois	3,85	55%
Moyenne pondérée 6 mois	3,64	64%
Moyenne pondérée 12 mois	3,69	62%
Min 12 mois (cours de clôture)	2,80	113%
Max 12 mois (cours de clôture)	5,09	17%
DCF	4,75	26%
Bas de fourchette	4,47	33%
Milieu de fourchette	4,75	26%
Haut de fourchette	5,05	18%
A titre secondaire		
Multiples de sociétés cotées (moyenne)		
Multiple de CA 2013	4,46	34%
Multiple de CA 2014	4,69	27%
Multiple d'EBIT 2014	3,20	87%
Objectif de cours IDMidCaps		
Objectif de cours	4,50	33%
Autres transactions récentes sur le capital de la Société		
Augmentation de Capital réservée de mars 2013	4,70	27%

(iii)

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

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Systar auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 5,97 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes/Critères	Valeur par action			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie ⁽¹⁾	4,87 €	5,53 €	6,33 €	22,7%	8,0%	-5,6%
Transactions sur le capital de Systar						
Augmentation de capital de mars 2013		4,70 €			27,0%	
Acquisition de bloc du 17 avril 2014 ⁽¹⁾		5,97 €			0,0%	
Méthode des comparables						
Comparables boursiers	4,12 €	5,40 €	6,25 €	44,8%	10,5%	-4,5%
Transactions comparables	4,67 €	5,54 €	6,24 €	27,9%	7,7%	-4,3%
Cours de bourse et objectif de cours						
Cours moyen pondéré au 24 mars 2014						
12 mois	2,80 €	3,80 €	5,52 €	113,2%	57,2%	8,2%
6 mois	2,80 €	3,78 €	5,52 €	113,2%	57,9%	8,2%
3 mois ⁽¹⁾	2,80 €	3,88 €	5,52 €	113,2%	53,9%	8,2%
20 jours ⁽¹⁾	3,90 €	4,48 €	5,52 €	53,1%	33,4%	8,2%
Cours au 24 mars 2014		5,09 €			17,3%	
Objectif de cours analystes		4,50 €			32,7%	

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et sur les références au cours de bourse et au prix d'acquisition du bloc majoritaire. Les méthodes des comparables, la référence à l'augmentation de capital de mars 2013 et l'objectif de cours des analystes ne sont retenus qu'à titre de recoupement.

Concernant en premier lieu les méthodes retenues à titre principal, le prix d'Offre présente des primes significatives sur les moyennes pondérées des cours de bourse 20 jours et 3 mois, comprises entre 33,4 % et 53,9 %, traduisant la prime payée par Axway aux actionnaires formant le bloc majoritaire lors la prise de contrôle et dont bénéficient les actionnaires minoritaires à l'occasion de l'Offre.

En revanche, le prix d'Offre présente une prime plus modeste de 8 % s'agissant de la valeur centrale issue de la mise en œuvre de la méthode DCF. Il convient de rappeler que le plan d'affaires sur lequel cette méthode est mise en œuvre résulte :

- de la combinaison du plan d'affaires d'un analyste et des objectifs commerciaux de l'ancien management de Systar, conduisant à une augmentation de l'ordre de 75 % du chiffre d'affaires entre 2012-2013 et 2016-2017 avec un taux d'EBE historiquement jamais atteint sur la période récente ;
- du maintien à long terme du dispositif de crédit d'impôt recherche français.

Dans ce cadre, le taux d'actualisation retenu ne tient pas compte du risque d'exécution supplémentaire induit par ces deux éléments, ce qui constitue un paramètre favorable aux actionnaires minoritaires.

Les méthodes et critères retenus à titre de recoupement confortent les valeurs résultant de ceux mis en œuvre à titre principal, le prix d'Offre extériorisant des primes comprises entre 7,7 % et 10,5 % pour les méthodes des comparables, et des primes comprises entre 27 % et 32,7 % s'agissant de l'augmentation de capital et l'objectif de cours des analystes.

Enfin, sans surprise, le prix d'Offre ne présente pas de prime par rapport au prix d'acquisition du bloc majoritaire, mais il convient de souligner que ses deux principaux bénéficiaires ont consenti à

l'Initiateur une garantie d'actif et de passif que ne supportent pas les actionnaires minoritaires qui bénéficient, en revanche, de la prime de contrôle payée aux Actionnaires Cédants.

En conséquence et sous le bénéfice des éléments développés ci-avant, notre opinion est que le prix de 5,97 € par action offert dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Systar.

Dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois à l'issue de la présente Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 5,97 € offert par action Systar serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

Avis du Conseil

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

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

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité des membres présents, émet un avis favorable sur le projet d'Offre publique d'achat simplifiée suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, initiée par Axway Software au prix de 5,97 euros par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

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

Au cours de la séance, le Conseil d'Administration a ratifié la nomination du cabinet Bellot Mullenbach en qualité d'expert indépendant. il a également été rappelé que les 690 700 actions autodétenues ne seraient pas apportées à l'Offre.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SYSTAR

Monsieur Francis GUITTONNEAU, administrateur indépendant, non partie au Contrat de Cession, qui détient 300 Actions, a indiqué son intention d'apporter à l'Offre l'ensemble desdites Actions.

Les autres membres du Conseil d'administration ne détiennent pas d'Actions.

5. OBSERVATIONS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Le comité d'entreprise de Systar n'a pas émis d'observations sur le projet d'Offre.

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

Systar n'a connaissance d'aucune clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Afin d'être exhaustif, il est précisé que Systar a conclu avec Monsieur Guy Kuster et Madame Michèle Flasaquier un contrat de consultant d'une durée initiale de trois (3) mois. Ce contrat est entré en vigueur le 17 avril 2014 et prendra fin le 17 juillet 2014 et prévoit un honoraire forfaitaire mensuel de 20 000 euros HT. Ce contrat de consultant prévoit également une possibilité de reconduction du contrat à la demande de Systar en contrepartie d'un honoraire journalier de 2 500 euros HT. Systar n'entend pas solliciter une prorogation des contrats de consultants à leur échéance sauf impérieuse nécessité et pour des périodes ajustées au plus près du besoin réel.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société est fixé à 2 836 775,40 euros. Il est divisé en 9 455 918 Actions ordinaires, entièrement libérées.

A la date de la présente note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote de Systar est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote réels	% des droits de vote réels
Axway	6 173 703	65,29%	6 173 703	64,78%	6 173 703	69,84%
Autodétention	690 700	7,30%	690 700	7,25%	-	-
Public	2 591 515	27,41%	2 665 885	27,97%	2 665 885	30,16%
Total	9 455 918	100%	9 530 288	100%	8 839 588	100%

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

Options de souscription d'Actions

Au jour de la présente note en réponse, l'ensemble des Options de souscription d'Actions a été exercé. Il n'existe plus de capital potentiel.

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

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

A la connaissance de Systar, à la date de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 7.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 18 des statuts de la Société aux termes duquel, notamment, un droit de vote double de celui attribué aux autres Actions est conféré à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

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

Il n'existe pas de mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts (articles 11, 14 et 15).

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

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 13 et 15 des statuts. Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la Société dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément au conseil d'administration et aux assemblées d'actionnaires. Le conseil d'administration exerce le contrôle permanent de la gestion de la Société.

Le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations de compétence suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires du 21 novembre 2012 :

- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes d'émission, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite du montant nominal de 4 millions d'euros et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec maintien du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 1.500.000 euros (pour les actions susceptibles d'être émises) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 530.635,80 euros (pour les actions susceptibles d'être émises – plafond global avec la délégation suivante) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 530.635,80 euros et dans la limite de 20% du capital par an (pour les actions susceptibles d'être émises – plafond global avec la délégation précédente) et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Autorisation de déroger, dans la limite de 10% du capital social par an, aux conditions de fixation du prix de souscription prévues par les résolutions avec suppression du droit préférentiel de souscription susvisées ;

- Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires portant sur les délégations d'augmentation du capital avec maintien et/ou suppression de droit préférentiel de souscription exposées ci-dessus ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital dans la limite de 10% en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, étant rappelé que cette délégation a été donnée pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Délégation de compétence afin d'augmenter le capital par émission d'actions réservées aux salariés adhérents d'un Plan d'Epargne d'Entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription, en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code de commerce, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite de 5% du montant du capital atteint lors de la décision du conseil de réalisation de cette augmentation et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 20 janvier 2015 ;
- Autorisation d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux), étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 5% du capital social existant au jour de la première attribution et pour une durée de trente-huit mois qui expirera le 20 janvier 2016 ;

Aucune de ces délégations et autorisation n'a été utilisée au jour de la présente note en réponse, à l'exception de la délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission d'Actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, utilisée par le Conseil d'administration de Systar le 13 mars 2013. L'augmentation de capital d'un montant de 2,35 M€, prime d'émission incluse, a été réalisée, le 14 mars 2013. A cette occasion, il a été émis 499.999 Actions nouvelles au prix de 4,70 € (soit 0,30 € de nominal et 4,40 € de prime d'émission).

En conséquence, le montant global des Actions susceptibles d'être émises en vertu des délégations avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public ou par placement privé (plafond commun) est actuellement 380.636,10 euros.

En matière de programme de rachat d'Actions, le Conseil d'administration dispose d'une autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres Actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 29 novembre 2013, étant rappelé que cette autorisation a été donnée dans la limite de 10% du nombre d'Actions composant le capital et pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 28 mai 2015. A ce jour, la Société détient 690 700 Actions autodétenues.

Le Conseil d'administration dispose également d'une autorisation de réduire le capital social par voie d'annulation d'Actions, étant rappelé que cette autorisation a été donnée, par l'assemblée générale des actionnaires du 29 novembre 2013, dans la limite de 10% du capital social existant à la date de l'opération et pour une durée de vingt-quatre mois qui expirera le 28 novembre 2015. Cette autorisation n'a pas été utilisée au jour de la présente note en réponse.

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

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

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

Les engagements pris par Systar au bénéfice de M. Guy Kuster, ancien Président Directeur Général et de Madame Michèle Flasaquier, ancien Directeur Général Délégué en matière d'indemnité de départ n'ont pas été mis en œuvre, ces derniers ayant démissionné de leurs fonctions suite à la réalisation de l'Acquisition Hors Marché. Ces engagements sont donc désormais devenus caducs.

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

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 11 avril 2014 à la désignation du cabinet Bellot, Mullenbach et Associés, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire qui suivrait.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Bellot, Mullenbach et Associés a rendu un rapport le 6 mai 2014 complété d'un addendum en date du 20 mai 2014 ci-après reproduits :

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SYSTAR**

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 28 avril 2014, la société Axway Software (ci-après l'« Initiateur », ou « Axway »), a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») visant les actions de Systar, (ci-après la « Société », ou « Systar »), au prix de 5,97 € par action Systar.

Cette Offre fait suite à l'acquisition hors marché par Axway le 17 avril 2014 de 61,02 % du capital de la Société représentant 5 750 120 actions auprès d'actionnaires agissant de concert (ci-après les « Actionnaires Cédants » ou les « Cédants ») au prix unitaire de 5,97 € par action, soit un montant total de 34,3 M€. Le détail des cessions d'actions est présenté dans le tableau ci-après :

Systar Actionnariat	Pré contrat de cession		Contrat de cession (actions)	Post contrat de cession	
	en actions	en %		en actions	en %
Guy Kuster	2 706 208	28,7%	(2 706 208)	-	0,0%
Famille Flasaquier	2 212 260	23,5%	(2 212 260)	-	0,0%
SC Porres	702 775	7,5%	(702 775)	-	0,0%
Bernard Beauchamp	128 877	1,4%	(128 877)	-	0,0%
Sous-total Cédants	5 750 120	61,0%	(5 750 120)	-	0,0%
Axway	-	0,0%	5 750 120	5 750 120	61,0%
Public	2 983 188	31,7%	-	2 983 188	31,7%
Autodétention	690 700	7,3%	-	690 700	7,3%
Total général	9 424 008	100,0%	-	9 424 008	100,0%

Compte tenu de la quote-part de capital acquise et en application des articles 234-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Axway est tenu de déposer un projet d'offre publique visant les actions Systar qu'elle ne détient pas encore. Ainsi, l'Offre vise 2 983 188 actions représentant 31,7 % du capital, et les actions qui résulteraient de l'exercice des 31 910 options de souscription d'actions émises par Systar au profit de deux de ses managers.

Par ailleurs, dans un délai de 3 mois au terme de l'Offre, dans le cas où les actions de la Société non apportées ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur se réserve la possibilité de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions qui n'auraient pas été apportées au prix de 5,97 €. L'Initiateur se réserve également la possibilité, dans le cas où il viendrait à détenir ultérieurement au moins 95 % des droits de vote, de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas encore. L'Initiateur se réserve enfin la possibilité de demander la radiation des actions de la Société, cette demande étant soumise à l'accord de NYSE Euronext Paris au vu des conditions de liquidité des titres concernés.

Cette opération, qui présente un caractère amical, est réalisée dans le but de renforcer la position de leader d'Axway dans le domaine des logiciels destinés à la gouvernance des flux de données, grâce à l'apport des technologies de Systar, complémentaires à celles d'Axway, et à l'élargissement de la base clients de l'ensemble ainsi constitué permettant d'adresser les clients de l'une avec les produits et des prestations de l'autre et réciproquement.

Dans ce contexte et en application des articles 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été nommé le 11 avril 2014 en qualité d'expert indépendant par le président-directeur général de la Société, Monsieur Guy Kuster, étant précisé que celui-ci a démissionné de l'ensemble de ses fonctions au sein de Systar le 17 avril 2014 conformément aux dispositions du contrat de cession signé ce même jour (ci-après le « Contrat de Cession »), afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Systar, dans le cadre de l'OPAS, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

Cette nomination a été entérinée par le conseil d'administration du 6 mai 2014.

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

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 90 collaborateurs, dont 19 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

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

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

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2013 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mars-12	Offre Publique d'Echange (action) et d'Achat (ORNAVNE)	Silic	Icade	BNP Paribas & Crédit Agricole CIB
juin-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Metrologic Group	Tridimension Holding	Bryan Garnier
août-12	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	Air Liquide Santé Intern.	BNP Paribas
août-12	Offre Publique Alternative Simplifiée/Augmentation de cap. réservée	E.S.R.	Osiatis	Bryan Garnier
oct-13	Offre Publique d'Achat (Action, BSAR)	Cameleon Software	P.R.O.S.	Bryan Garnier

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Systar, de ses

conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

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

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leur conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 52 000 €, hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Thierry Bellot, associés signataires, assistés de Roland Clère, senior manager spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 9 avril au 6 mai 2014, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes ci-après, notamment sur les points suivants :

Société	Personnes rencontrées/contactées	
Systar	Guy Kuster Naceira Bourekh	Président-directeur général Chef comptable
Financière de Courcelles <i>Banque conseil de Systar</i>	Benoît Demol	Director
Hogan Lovells <i>Avocat conseil de Systar</i>	Jean-Marc Franceschi	Avocat associé
Axway	Patrick Donovan	CFO Axway
Bryan Garnier <i>Banque conseil d'Axway & banque représentatrice</i>	Christian Finan Audrey Gennequin Jonathan Foiret-Hurbin	Director Equity Capital Markets Director Corporate finance Senior Associate Corporate Finance

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, principalement d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- ii) description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) élaboration du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) perspectives d'évolution de l'activité de la Société et recherche des synergies attendues de l'opération.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de Systar ;
- ii) analyser le contexte général de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de Systar ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par la Banque et réaliser un examen critique de ses travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de Systar et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- des documents de référence des exercices 2009-2010 à 2012-2013, ainsi que le rapport financier semestriel du premier semestre de l'exercice 2013-2014 ;
- du plan d'affaires IDMidCaps 2014-2016 et des objectifs commerciaux de la Société ;
- de la note d'information relative à l'Offre ;
- du projet de note en réponse relatif à l'Offre ;
- du rapport d'évaluation établi par la Banque ;
- des contrats de consultant signés entre Systar d'une part, et Monsieur Guy Kuster et Madame Michèle Flasaquier d'autre part ;
- du Contrat de Cession d'Actions relatif à Systar signé le 17 avril 2014 entre Axway d'une part, et les Cédants, soit Monsieur Guy Kuster, Madame Michèle Flasaquier, Monsieur Bernard Beauchamp, SC Porres, Monsieur Antoine Flasaquier et Madame Cécile Flasaquier ;
- et d'une manière générale, d'un ensemble d'informations et de documents figurant dans la data-room à laquelle nous avons eu accès.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières sur lesquelles s'est basée la Banque, la direction actuelle de Systar a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement *stand alone* de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause. L'ancienne direction de Systar, que nous avons rencontrée, n'a pas souhaité commenter ni les prévisions ni les objectifs commerciaux.

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

3. PRESENTATION DE SYSTAR

Fondée en 1984, Systar est une société anonyme au capital de 2 287 202,40 €, réparti en 9 424 008 actions de 0,30 € de nominal. Son siège social est situé à Saint-Cloud (92), au 171, Bureaux de la Colline. La Société est cotée au compartiment C (Small Cap) de NYSE Euronext Paris (code ISIN FR0000052854). Sa capitalisation boursière atteint environ 48 M€⁴ sur la base d'un cours de clôture de 5,09 € relevé le 24 mars 2014, avant annonce de l'Offre. L'action Systar a tout d'abord été introduite au Hors Cote en mai 1994, puis transférée successivement au Marché Libre le 14 mai 1998 puis au Nouveau Marché le 3 juin 1999, pour enfin être cotée sur le compartiment C après la suppression du Nouveau Marché le 21 février 2005.

3.1 Description de l'activité de la Société et de son positionnement

La Société est un éditeur de logiciels destinés à la supervision en temps réel des processus informatisés critiques des entreprises. Elle se positionne ainsi comme un *pure player* sur un segment de niche au sein de l'édition de logiciels professionnels désigné sous l'appellation de « BAM », pour *Business Activity Monitoring*, ou supervision des activités-métier, qui est elle-même une composante du « BPM », pour *Business Process Management*, processus consistant plus généralement à modéliser les procédures de l'entreprise. Ces logiciels s'adressent en premier lieu aux directions informatiques des grands groupes et leur permettent le suivi d'indicateurs clés des processus informatisés réunis dans des tableaux de bord ainsi que le diagnostic des dysfonctionnements, ce qui implique la collecte et le traitement non-invasifs d'importantes quantités de données en temps réel. Dans son domaine, la Société se considère comme un précurseur, voire un leader, devant des concurrents tels qu'IBM, Tibco ou Software AG.

La Société commercialise historiquement deux principales suites de logiciels : de supervision des processus pour la première, et des infrastructures s'agissant de la seconde. Il s'agit :

- Du portefeuille de solutions BusinessBridge, qui est une offre de *Business Activity Monitoring*. De par leur capacité d'analyse et d'alerte en temps réel, ces outils intéressent tout particulièrement les établissements financiers dans la gestion de leurs risques. Systar

⁴ Sur la base d'un nombre d'actions égal à 9 424 008, y compris 690 700 actions d'autocontrôle, non dilué des 31 910 actions potentielles résultant des options de souscription dans la monnaie, au prix d'exercice de 1,94 €

est ainsi fournisseur de la plupart des grandes banques françaises. En 2012-2013, les ventes attribuées à la suite BusinessBridge ont représenté 57% du chiffre d'affaires consolidé. Ces logiciels sont distribués directement par l'entreprise ou par des partenaires revendeurs, le cycle de commercialisation d'une licence s'étalant sur une durée de 9 à 12 mois. Le prix d'une licence est de l'ordre de 100 K€ mais, pour les plus grands clients, ce montant peut s'établir à plus de 1 M€. La maintenance annuelle représente en moyenne 20% du prix de la licence. La vente de celle-ci s'accompagne de prestations de conseil et d'adaptation qui représentent 30% à 50% du coût initial d'installation pour le client. Cette prestation est en partie sous-traitée auprès de partenaires tels qu'Alten, Rades, Cognizant ou Aptea. Le temps nécessaire à l'installation et à la formation des utilisateurs constitue un obstacle lors de la vente mais contribue à la fidélisation de la clientèle après l'installation de l'outil.

- D'Omnivision qui est un logiciel de *capacity management*, c'est-à-dire de supervision des environnements de serveurs informatiques dans leur ensemble, tant physiques que virtualisés du fait du développement du *cloud computing*. Il a représenté 40% du chiffre d'affaires consolidé 2012-2013. Comme BusinessBridge, Omnivision est commercialisé directement par la Société ou par des partenaires. Le prix de la licence varie entre 30 K€ et 1 M€ en fonction du nombre de serveurs et de la complexité des infrastructures à superviser, avec une valorisation de la maintenance annuelle de l'ordre de 20% du prix de la licence. Sur ce segment, les concurrents de la Société sont les fournisseurs d'outils de *network* et de *systems management* tels qu'IBM et HP, ou les nouveaux acteurs des réseaux virtualisés tels que VMware, VKernel ou Veeam.

Début 2013, Systar a commencé les tests de commercialisation de Tornado, sa nouvelle plateforme BAM, qui s'apparente à un outil d'intelligence opérationnelle en temps réel, sur laquelle la Société fonde de grands espoirs en tant que relais de croissance pour les années futures. Fruit de plus de 150 000 heures de recherche et développement (R&D), ce logiciel est considéré par la Société comme le plus puissant du marché. Parmi les innovations qu'il comporte, il convient de noter :

- la configuration simple sans codage et sans quitter l'environnement de production ce qui permet l'obtention rapide des premières synthèses et des tableaux de bord ; cette facilité d'utilisation raccourcit le cycle de vente de 3 à 6 mois et lève les freins à l'achat d'extensions que suscitait jusqu'alors l'ampleur des coûts de développement accompagnant la mise en place de Business-Bridge ; cette souplesse d'utilisation devrait par ailleurs le rendre plus accessible et ouvrir à la Société de nouveaux débouchés ;
- Tornado, en conservant le passé, permet la traçabilité des processus ce qui est un atout majeur pour la réalisation d'audits de conformité, tout particulièrement dans les secteurs réglementés de la banque et de l'assurance.

Le management de Systar estime à 55 M€ le montant des investissements de développement de son portefeuille de solutions de pilotage, dont 12 M€ consacrés à la mise au point de Tornado. Ceci constitue une barrière à l'entrée et se reflète dans le profil des ressources humaines de l'entreprise constituées à 95% de cadres et d'ingénieurs.

Au cours de son dernier exercice, 2012-2013⁵, la Société employait en moyenne 119 personnes dans le monde (principalement en France et aux Etats-Unis), cet effectif étant porté à 145 personnes en y incluant les personnels détachés dans les locaux de Systar par ses sous-traitants.

⁵ L'exercice social commence le 1er juillet et se termine le 30 juin de l'année suivante

Sur ce total, 81 personnes (56% de l'effectif) étaient dédiées aux fonctions vente et marketing (S&M), 54 personnes (37%) à la R&D et 10 (7%) à l'administration générale (G&A).

3.2 Performances financières

Comme l'indique le tableau ci-après qui retrace l'évolution du chiffre d'affaires consolidé de Systar par activité, les produits traditionnels vendus par la Société ont atteint le stade de la maturité, ce qui se traduit par une baisse du poids relatif des ventes de licences, en partie compensée par la hausse des services, au profit de la maintenance. Sur la période de juillet 2008 à juin 2012, le chiffre d'affaires a progressé de 4,1% par an en moyenne, cette tendance ayant été contrariée temporairement en 2008-2009, exercice affecté par la crise des *subprimes* et son effet sur les établissements bancaires. En 2012-2013, cette croissance tendancielle a de nouveau été interrompue, les chiffres d'affaires des licences et des prestations de services ayant enregistré au cours de cet exercice des baisses respectives de 40,8% et de 20,9%, se traduisant par un recul de 17,4 % du chiffre d'affaires consolidé :

Chiffre d'affaires par activité	30-juin-07	30-juin-08	30-juin-09	30-juin-10	30-juin-11	30-juin-12	30-juin-13	TMVA 2008-2012	TMVA 2009-2013
Licences BB* et OV*	8 788	9 131	6 226	6 469	5 776	8 349	4 946	-2,2%	-5,6%
Variation		3,9%	-31,8%	3,9%	-10,7%	44,5%	-40,8%		
Licences Tornado		na	na	na	na	na	509	na	na
Maintenance	5 526	6 350	7 069	7 384	7 763	8 288	8 515	6,9%	4,8%
Variation		14,9%	11,3%	4,5%	5,1%	6,8%	2,7%		
Services et divers	3 973	4 080	4 610	5 248	6 554	6 323	5 001	11,6%	2,1%
Variation		2,7%	13,0%	13,8%	24,9%	-3,5%	-20,9%		
CA total	18 287	19 561	17 905	19 101	20 093	22 960	18 971	4,1%	1,5%
Variation		7,0%	-8,5%	6,7%	5,2%	14,3%	-17,4%		
En % du CA									
Licences BB* et OV*	48%	47%	35%	34%	29%	36%	26%		
Licences Tornado	na	na	na	na	na	na	3%		
Maintenance	30%	32%	39%	39%	39%	36%	45%		
Services et divers	22%	21%	26%	27%	33%	28%	26%		

* BB et OV pour BusinessBridge et Omnivision

Si l'on analyse les tendances du chiffre d'affaires par zones géographiques, comme indiqué dans le tableau suivant, il ressort qu'avec près de la moitié des ventes réalisées, la France est un marché très mature, le taux d'équipement des clients bancaires y étant déjà élevé. Les autres marchés européens sont quant à eux favorablement orientés à long terme, en dépit d'évolutions parfois erratiques en raison du nombre limité de grands clients. Enfin, au cours de 6 dernières années, la Société n'est pas parvenue à accroître ses ventes sur le marché américain, qui enregistre par ailleurs les performances les plus volatiles :

Chiffre d'affaires par régions en K€	30-juin-07	30-juin-08	30-juin-09	30-juin-10	30-juin-11	30-juin-12	30-juin-13	TMVA 2008-2012	TMVA 2009-2013
France	9 283	9 281	9 454	10 040	10 482	10 738	9 194	3,7%	-0,7%
Variation		0,0%	1,9%	6,2%	4,4%	2,4%	-14,4%		
Europe Hors France	5 833	5 463	4 768	6 259	6 099	7 820	6 794	9,4%	9,3%
Variation		-6,3%	-12,7%	31,3%	-2,6%	28,2%	-13,1%		
Etats-Unis	3 171	4 817	3 683	2 802	3 512	4 402	2 983	-2,2%	-5,1%
Variation		51,9%	-23,5%	-23,9%	25,3%	25,3%	-32,2%		
CA total	18 287	19 561	17 905	19 101	20 093	22 960	18 971	4,1%	1,5%
Variation		7,0%	-8,5%	6,7%	5,2%	14,3%	-17,4%		
En % du CA									
France		47%	53%	53%	52%	47%	48%		
Europe Hors France		28%	27%	33%	30%	34%	36%		
Etats-Unis		25%	21%	15%	17%	19%	16%		

Le recul de l'activité intervenu durant l'exercice 2012-2013 trouve essentiellement son origine dans les faits suivants :

- La baisse de 4 M€ du chiffre d'affaires en 2012-2013 s'explique pour moitié par la non-reconduction d'un important contrat avec un client bancaire américain, laquelle devait intervenir au 3^e trimestre de l'exercice. Cet accident illustre le risque résultant de la concentration de la clientèle de Systar, dont les 10 premiers clients ont représenté au cours des 3 derniers exercices, de 2010-2011 à 2012-2013, 51% du chiffre d'affaires cumulé⁶.
- D'autre part, l'annonce du lancement de Tornado a pu provoquer un certain attentisme de la part de la clientèle venant expliquer une partie de la baisse du chiffre d'affaires. Les premiers tests de commercialisation intervenus avec retard n'ont en effet démarré que début 2013 (509 K€ de ventes de licences comptabilisés), le lancement effectif s'opérant au 1^{er} semestre 2013-2014. Enfin, la Société a connu une réorganisation de sa direction commerciale entre juin 2013 et octobre 2013, ce qui a pu affecter les ventes du second semestre de l'exercice, et qui par ailleurs a eu pour conséquence une charge de personnel exceptionnelle de 600 K€ dans les comptes semestriels arrêtés au 31 décembre 2013 (cf. infra).

Du fait de cette baisse d'activité, le résultat opérationnel courant était négatif de 1 523 K€ à fin juin 2013, contre un bénéfice opérationnel 2 800 K€ l'exercice précédent, qui avait été à l'inverse très dynamique en termes de ventes de licences, constituant par ailleurs un effet de base particulièrement élevé :

En K€	6 mois			
	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	31/12/2013**
CA	20 093	22 960	18 971	10 719
Variation	5,2%	14,3%	-17,4%	2,4%
Coût des produits vendus	(6 600)	(6 691)	(5 445)	(2 731)
Marge sur coûts des ventes	13 493	16 269	13 526	7 988
En % du CA	67,2%	70,9%	71,3%	74,5%
Frais commerciaux et marketing	(6 682)	(7 180)	(8 015)	(3 090)
En % du CA	-33,3%	-31,3%	-42,2%	-28,8%
Charges de R&D avant CIR*	(5 997)	(7 086)	(7 348)	(3 302)
CIR comptabilisé directement en produits	733	618	668	316
Charges de R&D après CIR non-activé	(5 264)	(6 468)	(6 680)	(2 986)
Charges de R&D activée	2 930	4 236	4 190	1 992
Amortissement brut de la R&D	(2 641)	(3 488)	(4 487)	(2 429)
Reprise de CIR activé	681	932	1 324	649
Frais de R&D	(4 295)	(4 788)	(5 653)	(2 774)
En % du CA	-21,4%	-20,9%	-29,8%	-25,9%
Frais généraux et administratifs	(1 646)	(1 525)	(1 365)	(786)
En % du CA	-8,2%	-6,6%	-7,2%	-7,3%
Produits et charges non incorporables	4	24	(16)	52
Résultat opérationnel courant	874	2 800	(1 523)	1 390
En % du CA	4,4%	12,2%	-8,0%	13,0%
Charges non-récurrentes	(9)	-	(346)	(620)
Résultat opérationnel	865	2 800	(1 869)	770
En % du CA	4,3%	12,2%	-9,9%	7,2%

* CIR pour Crédit d'Impôt Recherche; ** résultat courant corrigé des charges de personnel non-récurrentes

⁶ Les 20 premiers clients représentant pour leur part près de 70% du chiffre d'affaires cumulé sur cette même période, le 1^{er} client représentant quant à lui 10%

Comme indiqué dans le tableau ci-avant, si l'on met à part l'exercice déficitaire 2012-2013, au cours de l'exercice 2010-2011 et du suivant, la marge opérationnelle a oscillé entre 4,3% et 12,2%, s'établissant ainsi en moyenne à 8,3%, ce qui pourrait constituer le niveau de rentabilité normatif de la Société compte tenu de son effort soutenu de R&D jusqu'au lancement effectif de Tornado et hors accident. Ce niveau correspond d'ailleurs à celui constaté précédemment au cours de l'exercice 2009-2010⁷ (8,1%).

Il convient de noter que le 1^{er} semestre de l'exercice 2013-2014, clôturant le 31 décembre 2013, marque un retour à la croissance et aux bénéfices, avec un chiffre d'affaires en progression de 2,4%, grâce à la reprise des ventes de licences BusinessBridge (3 M€), et au démarrage de la commercialisation de Tornado qui engendre des ventes de 1,2 M€. Cette bonne performance commerciale se traduit par un résultat opérationnel de 770 K€, soit une marge de 7,2% du chiffre d'affaires, contre un résultat opérationnel à l'équilibre au 1^{er} semestre de l'exercice précédent. Hors charges de personnel non récurrentes liées aux changements intervenus à la tête de l'organisation commerciale de l'entreprise (cf. supra), le résultat opérationnel courant s'établirait à près de 1,4 M€, correspondant à un taux de marge de 13%, tel que reporté dans le tableau ci-avant. L'amélioration de la marge sur coûts des ventes contribue fortement à ce résultat ; en effet, les ventes de services - traditionnellement moins profitables – ont vu leur poids dans le chiffre d'affaires réduit à 20%, d'une part du fait du décalage entre les ventes de licences et les travaux de codage et de mise en place pour BusinessBridge et parce que l'implantation de Tornado engendre beaucoup moins de services annexes grâce à sa simplicité de mise en œuvre. On notera également la baisse des charges de S&M, notamment après retraitement des charges exceptionnelles de personnel mentionnées précédemment.

Une présentation des comptes par nature de charges et de produits permet de souligner également la progression de la marge d'EBE au 1^{er} semestre 2013-2014, qui s'établit à 30,3% (retraitée des charges exceptionnelles de personnel) contre 19,4%, hors exercice 2012-2013 :

Comptes par nature en K€	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	31/12/2013**	Cumul 3,5 ans
CA	20 093	22 960	18 971	10 719	72 743
Variation	5,2%	14,3%	-17,4%	2,4%	na
Frais de personnel en production	(3 802)	(3 802)	(2 919)	(1 457)	(11 980)
Autres charges directs en production	(2 798)	(2 889)	(2 526)	(1 274)	(9 487)
Marge sur coûts des ventes	13 493	16 269	13 526	7 988	51 276
En % du CA	67,2%	70,9%	71,3%	74,5%	70,5%
Charges de R&D activées	2 930	4 236	4 190	1 992	13 348
CIR comptabilisé directement en produits	733	618	668	316	2 335
Charges de personnel	(10 403)	(10 877)	(11 483)	(5 163)	(37 926)
Autres charges d'exploitation	(3 769)	(4 768)	(5 122)	(1 890)	(15 549)
EBE	2 984	5 478	1 779	3 243	13 484
En % du CA	14,9%	23,9%	9,4%	30,3%	18,5%
Amortissement de R&D	(2 641)	(3 488)	(4 487)	(2 429)	(13 045)
Autres amortissements et provisions	(149)	(122)	(139)	(73)	(483)
Reprise de CIR activé	681	932	1 324	649	3 586
Résultat opérationnel courant	874	2 800	(1 523)	1 390	3 541
En % du CA	4,4%	12,2%	-8,0%	13,0%	4,9%
Charges non-récurrentes	(9)	-	(346)	(620)	(975)
Résultat opérationnel	865	2 800	(1 869)	770	2 566
En % du CA	4,3%	12,2%	-9,9%	7,2%	3,5%

* CIR pour Crédit d'Impôt Recherche; ** résultat courant corrigé des charges de personnel non-récurrentes

⁷ L'exercice 2009-2010 n'est pas repris dans le tableau, la présentation des comptes par destination n'étant pas comparable à celle retenue ultérieurement par la Société

Nous relevons que sur l'ensemble de la période analysée, la rentabilité opérationnelle de Systar a été fortement tributaire du dispositif du crédit d'impôt recherche (ci-après « CIR »), lequel, comme l'autorisent les normes IFRS, est comptabilisé par la Société en produit d'exploitation sur le fondement de son assimilation à une subvention publique⁸. En effet, comme l'indique le tableau ci-avant, en retenant la part du CIR comptabilisée directement en produit d'exploitation et celle venant en déduction des dotations aux amortissements, la contribution cumulée du CIR aux résultats opérationnels des trois derniers exercices et aux comptes semestriels s'établit à 5,9 M€⁹, soit plus que le résultat opérationnel cumulé de 3,5 M€ constaté sur la période, ou encore à 44% de l'EBE cumulé. En faisant abstraction de l'exercice déficitaire 2012-2012, la contribution cumulée du CIR demeure essentielle puisqu'elle représente près de 80% du résultat opérationnel courant et plus du tiers de l'EBE cumulés.

La perception de la rentabilité opérationnelle passée de l'entreprise est donc assez dépendante de l'assimilation du CIR à une subvention, ainsi que de l'activation de la majeure partie des charges de R&D (plus de 55% en moyenne). Pour information, le reclassement du CIR au niveau de l'impôt, la comptabilisation des frais de R&D l'année de leur survenance, ainsi que le classement de la CVAE déductible en charge opérationnelle aurait conduit aux résultats opérationnels suivants :

Présentation selon PCG en K€	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	31/12/2013	Cumul hors 2012-2013
CA	20 093	22 960	18 971	10 719	53 772
Variation	5,2%	14,3%	-17,4%	2,4%	na
Charges d'exploitation avant activation de la R&D	(20 772)	(22 336)	(22 050)	(9 784)	(52 892)
CVAE déductible	(176)	(184)	(130)	(67)	(427)
EBE sans activation de la R&D et avant CIR	(855)	440	(3 209)	869	454
En % du CA	-4,3%	1,9%	-16,9%	8,1%	0,8%
Amortissements hors R&D	(149)	(122)	(139)	(73)	(344)
Résultat opérationnel courant	(1 004)	318	(3 348)	796	109
En % du CA	-5,0%	1,4%	-17,6%	7,4%	0,2%

Comme l'indique le tableau ci-après, le résultat opérationnel 2012-2013 intègre une charge non-récurrente de 346 K€, qui correspond à l'accélération de l'amortissement de certains actifs de R&D devenus obsolètes. Par ailleurs, l'impôt consolidé enregistre des dépréciations d'actifs d'impôts différés pour 570 K€, principalement au titre des reports déficitaires de la société française consolidante, liées au manque de visibilité sur leur imputation future. On note enfin que la Société présente un résultat financier légèrement négatif du fait de l'écart entre le taux de ses placements de trésorerie et le coût de financement de ses besoins.

⁸ Une partie de du CIR est comptabilisé directement en résultat comme une subvention d'exploitation, une autre étant comptabilisée comme une subvention d'investissement, par activation en déduction des actifs de R&D immobilisés, suivie d'une reprise étalée et comptabilisée en déduction des dotations aux amortissements.

La CVAE, qui est fiscalement déductible, est assimilée à une charge d'impôt dans les comptes consolidés, comme l'autorisent les normes IFRS, et n'affecte donc pas le résultat d'exploitation, inversement au CIR, qui y contribue.

⁹ 5,9 = 2,3 + 3,6. Ce cumul d'ailleurs proche des CIR effectivement attribués à la Société au cours de la période, en faisant abstraction de leur comptabilisation dans les comptes consolidés selon les normes IFRS.

Comptes par nature en K€	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	31/12/2013**	Cumul 3,5 ans
CA	20 093	22 960	18 971	10 719	72 743
Variation	5,2%	14,3%	-17,4%	2,4%	na
Résultat opérationnel courant	874	2 800	(1 523)	1 390	3 541
En % du CA	4,4%	12,2%	-8,0%	13,0%	4,9%
Charges non-récurrentes	(9)	-	(346)	(620)	(975)
Résultat opérationnel	865	2 800	(1 869)	770	2 566
En % du CA	4,3%	12,2%	-9,9%	7,2%	3,5%
Résultat financier	(69)	(63)	(98)	(50)	(280)
Résultat avant impôt yc CIR	796	2 737	(1 967)	720	2 286
Neutralisation du CIR en résultat consolidé	(1 414)	(1 550)	(1 992)	(965)	(5 921)
Résultat consolidé avant impôt	(617)	1 187	(3 959)	(245)	(3 634)
Impôt consolidé yc CVAE déductible	(44)	(46)	(712)	(54)	(855)
Contribution du CIR au résultat consolidé	1 414	1 550	1 992	965	5 921
Résultat net consolidé	752	2 692	(2 679)	667	1 431

* CIR pour Crédit d'Impôt Recherche; ** résultat courant corrigé des charges de personnel non-récurrentes

En termes de flux de trésorerie, comme indiqué dans le tableau ci-après, la marge brute d'autofinancement consolidée (MBA) en année pleine a oscillé entre 2 428 K€ (en 2012-2012) et 6 473 K€ (en 2011-2012). Y compris le 1er semestre 2013-2014, la CAF contribue pour 14 847 K€ à la variation de trésorerie cumulée sur 3,5 années. Ce dégagement de trésorerie a couvert les investissements (13 785 K€) constitués pour l'essentiel par les charges de R&D activées (13 349 K€), la variation du BFR¹⁰ (-274) et le désendettement de la société (346 K€).

Tableau de financement en K€	30-juin-11	30-juin-12	30-juin-13	31/12/2013	Cumul 3,5 ans
Résultat opérationnel	752	2 692	(2 679)	667	1 431
Dotations nettes hors actifs circulants hors CIR	2 749	3 625	4 968	2 501	13 843
Divers écarts dont variation de créance de CIR	(74)	192	148	(649)	(383)
Moins/(plus) values de cession d'immobilisations	-	-	2	-	2
Charges de stock options	1	(36)	(11)	-	(46)
MBA	3 428	6 473	2 428	2 519	14 847
Variation de BFR yc avantages au personnel	1 259	848	1 883	(4 264)	(274)
Activation de frais de R&D	(2 930)	(4 237)	(4 190)	(1 992)	(13 349)
Autres investissements corporels et incorporels	(64)	(137)	(172)	(63)	(436)
Variation de l'endettement financier	(758)	751	(56)	(310)	(373)
Variation des prêts et avances consentis	11	14	3	(1)	27
Cash flow libre pour l'actionnaire	946	3 712	(104)	(4 111)	443
Augmentations de capital / (dividende)	33	-	2 448	-	2 481
Frais d'augmentation de capital imputables s/prime	-	-	(152)	-	(152)
Vente/(achat) d'actions propres	(851)	(2 154)	(612)	(1 551)	(5 168)
Sous-total (distribué)/reçu (aux)/des actionnaires	(818)	(2 154)	1 684	(1 551)	(2 839)
Effets de change	(311)	(113)	(654)	436	(642)
Variation de trésorerie	(183)	1 445	926	(5 226)	(3 038)
Trésorerie nette d'ouverture	5 289	5 106	6 551	7 477	
Trésorerie nette de clôture	5 106	6 551	7 477	2 251	

¹⁰ L'augmentation du besoin en fonds de roulement (BFR) au 1^{er} semestre 2013-2014 est imputable à la saisonnalité de l'activité et non à une dégradation accidentelle. A fin juin 2014, la Société devrait, sauf accident, retrouver comme les années précédentes une situation d'Excédent de Fonds de Roulement (EFR ou BFR négatif)

En définitive, la Société a dégagé sur la période un léger excédent de cash-flow libre pour l'actionnaire (443 K€), la baisse de 3 M€ de la position financière nette étant imputable aux rachats nets d'actions intervenus sur la période, en dépit de l'augmentation de capital de 2,35 M€ intervenue en mars 2013 (cf. infra). Il convient de noter toutefois que sur cette baisse de 3 M€, 2,5 M€ sont imputables à l'effet de saisonnalité de l'activité qui pénalise la trésorerie nette dans les comptes semestriels à fin décembre 2013 (cf. infra).

Comme déjà relevé précédemment pour la marge opérationnelle, la variation de trésorerie intervenue entre fin juin 2010 et le 31 décembre 2013 (soit 3,5 exercices) intègre l'effet cumulé des encaissements de CIR pour 5 222 K€, cette contribution se comparant à une MBA cumulée sur la même période de 14 847 K€ :

Contribution du CIR à la MBA en K€	6 mois				Cumul 3,5 ans
	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	31/12/2013	
CIR comptabilisé directement en produits	733	618	668	316	2 335
CIR activé repris en résultat	681	932	1 323	649	3 585
Impact en compte de résultat consolidé	1 414	1 550	1 991	965	5 920
CIR activé	971	1 254	1 158	552	3 935
CIR activé repris en résultat	(681)	(932)	(1 323)	(649)	(3 585)
Variation de la créance de CIR	(363)	(131)	314	(868)	(1 048)
Impact CIR / Tableau de flux (MBA)	1 341	1 741	2 140	-	5 222

La société affiche un bilan solide, avec sur la période analysée une trésorerie excédentaire comprise entre 3,4 M€ et 5,1 M€ à fin juin. A fin juin 2013, cette trésorerie provient pour près de la moitié de l'EFR qui ressort à 2 480 K€. Il convient de noter que compte tenu de la saisonnalité de l'activité, la trésorerie excédentaire figurant dans les comptes annuels à fin juin est à son niveau maximum, alors que celle ressortant des comptes semestriels à fin décembre est proche de son étiage, la Société pouvant se trouver en situation d'endettement net en décembre-janvier. Ainsi, en 2012-2013, la moyenne des positions de trésorerie nette en fin de mois représentait environ 50% de la moyenne des maximums atteints à l'ouverture et à la clôture de l'exercice.

Pour le reste, l'actif du bilan est essentiellement constitué des immobilisations de R&D correspondant aux charges engagées par la Société qu'elle active dans ses comptes à hauteur de 50% à 60% de leur montant.

Au passif, les fonds propres ont connu une certaine érosion passant de 8 989 K€ à 7 559 K€, en raison des rachats d'actions précédemment mentionnés, et de la perte de l'exercice 2012-2013 que l'augmentation de capital de mars 2013 n'a pas compensée. Nous relevons qu'à la suite du départ du responsable des ventes (cf. supra), la Société s'est portée acquéreuse de 300 450 actions au prix de 3,35 €, ce qui porte à fin décembre 2013 le nombre de titres d'autocontrôle qu'elle détient à 675 792, dont l'annulation, conformément aux normes IFRS, a eu un impact négatif de 1 551 K€ sur les fonds propres consolidés.

Les seules provisions comptabilisées correspondent aux engagements pour indemnité de fin de carrière et s'établissent à 1 091 K€ avant impôt différé actif. Il convient de relever que l'âge moyen des salariés est de 42 ans pour une ancienneté de moins de 7 ans.

Bilan fonctionnel en K€	30-juin-11	30-juin-12	30-juin-13	31-déc.-13
Immobilisations de R&D	6 272	6 698	6 220	5 881
Autres immobilisations	294	309	345	342
Dépôts et cautionnements	102	88	85	86
Impôt différé	814	921	351	364
Actif immobilisé	7 482	8 016	7 001	6 673
Créances clients et comptes rattachés	6 703	6 816	4 027	7 559
En % du CA	33,4%	29,7%	21,2%	35,3%
En jours de CA	102j	91j	65j	108j
CIR	2 747	3 010	2 696	3 564
CIR attribué (comptes sociaux)	1 705	1 740	1 443	-
			53,5%	-
Autres créances et comptes de régularisation	878	1 007	555	378
Sous-total actifs circulants	10 328	10 833	7 278	11 501
Dettes fournisseurs	(1 670)	(2 135)	(1 516)	(1 219)
En jours d'achats	(79j)	(85j)	(63j)	(62j)
Produits constatés d'avance	(5 443)	(5 523)	(5 167)	(4 900)
				-
Autres dettes d'exploitation	(4 010)	(4 193)	(3 075)	(3 600)
Sous-total passifs circulants	(11 123)	(11 851)	(9 758)	(9 719)
Besoin en fonds de roulement	(795)	(1 018)	(2 480)	1 782
En % du CA	-4,0%	-4,4%	-13,1%	16,6%
Actif d'exploitation	6 687	6 998	4 521	8 455

Bilan fonctionnel en K€	30-juin-11	30-juin-12	30-juin-13	31-déc.-13
Capitaux propres avant répartition	8 989	9 722	8 595	7 559
Provisions pour indemnités de fin de carrière	735	1 030	1 053	1 091
Provisions pour risques	405	383	-	-
Provisions pour risques et charges	1 140	1 413	1 053	1 091
Trésorerie brute	(5 122)	(6 580)	(7 496)	(3 806)
Endettement financier brut	1 680	2 443	2 369	3 611
Endettement financier net	(3 442)	(4 137)	(5 127)	(195)
Capitaux engagés	6 687	6 998	4 521	8 455

3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2013-2017

La Société n'établit pas de plan d'affaires à moyen terme, ses prévisions de trésorerie ne concernant que l'exercice en cours. En revanche, le management actuel de la Société nous a communiqué des informations relatives aux objectifs commerciaux envisagés par les dirigeants précédents et intégrant notamment le potentiel de la nouvelle plateforme Tornado. Ces éléments, qui ne constituent que des objectifs, semblent ambitieux, dans la mesure où ils impliquent un doublement du chiffre d'affaires de la Société en 4 ans, entre juin 2013 et juin 2017. Ils supposent donc un très haut degré de réussite commerciale tant auprès des clients actuels qu'en matière de démarchage de nouveaux clients, notamment en dehors du secteur bancaire. Compte tenu de la part prépondérante de la France dans le chiffre d'affaires actuel et de la contrainte qui pèse sur les budgets des grands clients de la Société, le succès de ces prévisions impliquerait que la facilité d'utilisation de Tornado révèle un important gisement de besoins non satisfaits à ce jour par BusinessBridge et également que la Société conquière des parts de marché à l'exportation.

Du fait de la rentabilité dégagée en test par Tornado, le développement de l'activité s'accompagnerait d'une amélioration sensible du niveau de marge opérationnelle, lequel passerait de 8% sur la période récente (cf. supra) à 23,5% en 2017.

De toute évidence, un tel changement d'échelle et de rentabilité ne semble pas avoir été anticipé ni par le marché ni par les analystes financiers compte tenu du risque d'exécution qu'implique ce plan, qu'il s'agisse de la difficulté à répliquer à grande échelle les premiers succès rencontrés lors de la vente des premières licences Tornado, du risque d'intégration des nouvelles équipes commerciales nécessaires pour atteindre les objectifs ou de la possible riposte technique ou commerciale des concurrents de la Société, étant rappelé que ces derniers disposent de moyens financiers et humains supérieurs.

Par ailleurs, de nos discussions avec l'Initiateur, nous comprenons que ce dernier ne partage pas la vision de l'ancien management sur les possibilités de développement de l'entreprise si cette dernière devait mener seule un tel plan de développement. Aussi, de son point de vue, sans être impossibles, de tels objectifs pour être atteints intégreraient dans une très large mesure les capacités de développement commercial que peut apporter Axway à Systar, notamment pour commercialiser Tornado à l'étranger et aux Etats-Unis en particulier. Il convient toutefois de souligner qu'à ce jour le nouveau management n'a pas encore chiffré les éventuelles synergies commerciales qui résulteraient du rapprochement de Systar et d'Axway. Dans une optique de développement *stand alone*, l'Initiateur et son conseil, Bryan Garnier, retiennent un plan de développement basé sur les prévisions du bureau d'analyse IDMidCaps disponibles jusqu'en 2016 qui, à notre connaissance, est l'unique courtier suivant la valeur, et dont il nous a été communiqué le détail.

Pour notre part, nous avons retenu une position intermédiaire entre la vision qui pourrait être celle des investisseurs financiers, et celle du précédent management de la Société. Ce scénario central retient comme borne basse les prévisions financières d'IDMidCaps jusqu'en 2016, et comme borne haute intègre les objectifs commerciaux du précédent management.

Le plan médian que nous retenons conduit à un chiffre d'affaires de 28 M€ en 2016 qui, selon nos calculs, correspond à un taux de réussite de 75% des objectifs de croissance des ventes de licences Tornado envisagés par l'ancien management, avec parallèlement, les mêmes hypothèses d'attrition des ventes de licences BusinessBridge anticipée par ce dernier. Selon nos calculs, les prévisions d'IDMidCaps reviennent à retenir 45% du taux de croissance des ventes de licences Tornado du scénario haut. Par solde, à horizon 2016, le chiffre d'affaires cible représenterait 90% des objectifs commerciaux, contre 80% en fourchette basse pour ceux d'IDMidCaps. En 2017, en extrapolant les tendances du plan d'affaires médian, le chiffre d'affaires cible représenterait 85% des objectifs commerciaux.

Sur la base de ces hypothèses, le taux de marge opérationnelle atteint en 2016 serait en hypothèse centrale égal à 77% de celui attendu en haut de fourchette, contre 53% pour celui retenu par IDMidCaps. A horizon 2017, nous ciblons par ailleurs une marge opérationnelle de 20%, qui représente 72% de celle qui résulte de l'atteinte des objectifs commerciaux. Il convient de souligner que, selon le précédent management, il conviendra de poursuivre l'effort de R&D pour accompagner la montée en puissance de la plateforme Tornado, avec un objectif de dépenses (nettes de CIR) de l'ordre de 20% du chiffre d'affaires, contre 24% en moyenne au cours des 3 derniers exercices.

Même revu en baisse par rapport aux objectifs commerciaux initiaux, ce plan d'affaires médian présente, selon toute vraisemblance, un risque spécifique inhabituellement élevé au regard des situations généralement rencontrées pour évaluer des sociétés cotées, dans la mesure où il repose essentiellement sur le succès du nouveau logiciel Tornado pour lequel le retour d'expérience demeure limité, et sur la capacité de l'entreprise à maîtriser une croissance soutenue de son activité introduisant une rupture nette avec le passé récent.

4. TRAVAUX D'EVALUATION

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

4.1 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Systar

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels tels que les écarts d'acquisition, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte de la capacité de la Société à créer de la valeur.

A titre d'information, au 31 décembre 2013, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre d'actions égal à 8 765 218, y compris 31 910 actions issues de l'exercice des options de souscription et net de 690 700 actions auto détenues à cette date, ressort à 0,86 € par action.

4.1.2 Actif net réévalué

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de la Société qui n'a distribué aucun dividende au cours des 5 derniers exercices.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Systar

4.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de Systar

a) Augmentation de capital de mars 2013

Mi-mars 2013, Systar a réalisé une augmentation de capital par placement privé auprès de fonds d'investissement gérés par BNP Paribas Private Equity, OTC Asset Management et OTC Extend, pour un montant total de 2,35 M€ conduisant à l'émission de 499 999 actions nouvelles Systar au prix unitaire de 4,70 €.

La taille modeste de l'opération portant sur 5,3 % du capital, nous amène à retenir cette référence à titre de recoupement. Sur cette base, l'Offre extériorise une prime de 27 %.

b) Négociation du bloc majoritaire du 17 avril 2014

Comme indiqué en partie 1, Axway a acquis le 17 avril 2014 un bloc d'actions Systar lui conférant le contrôle à hauteur de 61,02 % du capital, ou 65,8 % hors actions d'autocontrôle, principalement auprès des fondateurs de la Société. Cette opération a été réalisée au prix de 5,97 € par action.

Bien que cette acquisition ne procède pas d'un processus classique d'enchères, nous la retenons à titre principal dans la mesure où :

- les Cédants n'ont pas reçu de marque d'intérêt concurrente autre que celle d'Axway préalablement à leur entrée en négociations exclusives ;
- la transaction du 17 avril 2014 est intervenue entre acteurs professionnels et indépendants ayant une bonne connaissance de leurs marchés respectifs ;
- cette transaction portant sur une quote-part majoritaire du capital de Systar, le prix payé intègre nécessairement une prime de contrôle.

L'Offre n'extériorise bien entendu aucune prime par rapport à cette transaction, mais elle permet de faire bénéficier les actionnaires minoritaires de la prime de contrôle accordée aux Cédants.

Concernant cette transaction, nous avons recherché et analysé les éléments constitutifs d'accords connexes susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

A notre connaissance, seuls les contrats de consultant signés entre Systar d'une part, et Monsieur Guy Kuster et Madame Michèle Flasaquier d'autre part, constituent des accords connexes. Ces contrats prévoient que ces personnes accompagnent Systar pendant une durée de 3 mois à compter de la date de signature du Contrat de Cession, soit du 17 avril au 17 juillet 2014, sur une base de 3 jours par semaine, en contrepartie d'une rémunération forfaitaire mensuelle de 20 000 € hors taxes par personne. Le contrat peut être reconduit à la demande de Systar de mois en mois en contrepartie d'une rémunération journalière de 2 500 € hors taxes.

Les conditions financières de ces contrats de consultant sont globalement plus favorables que celles dont bénéficiaient Monsieur Kuster et Madame Flasaquier en tant que managers

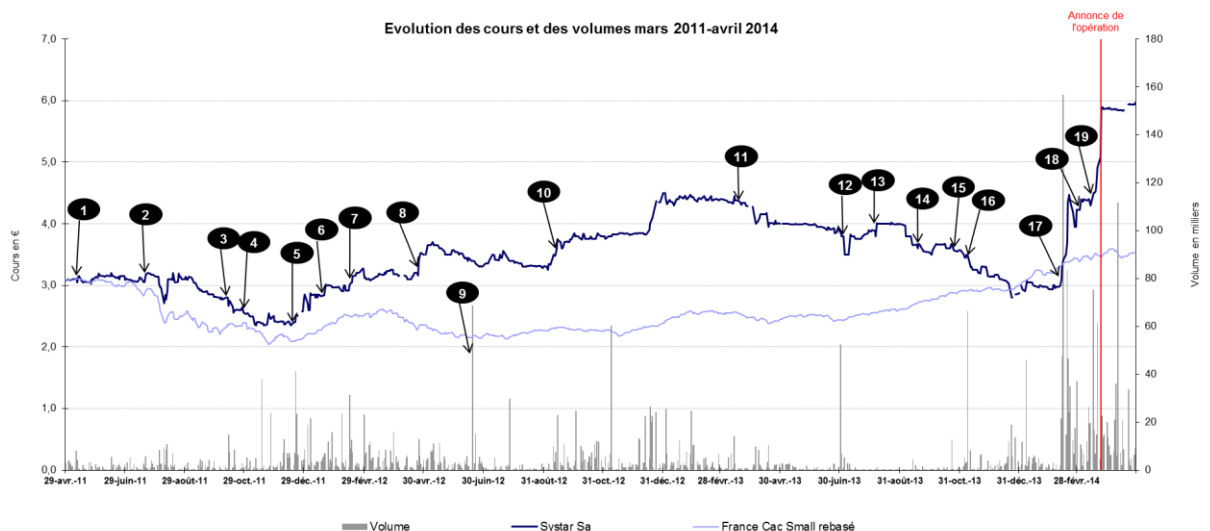
de la Société. Dans ces circonstances, il est toujours malaisé de juger de la juste rémunération d'un dirigeant ou d'un consultant de haut niveau, mais il convient toutefois de noter que ces contrats portent sur une période courte (3 mois) et que, par ailleurs, Monsieur Kuster et Madame Flasaquier se sont engagés conjointement et sans solidarité à indemniser Axway d'un montant maximum de 2,3 M€ pour tout dommage subi par Axway ou Systar résultant d'une violation ou d'une inexactitude de l'une des déclarations données dans le Contrat de Cession, engagement que les actionnaires minoritaires de supportent pas.

Dans ce contexte, les conditions stipulées dans le Contrat de Cession et dans les contrats de consultant ne présentent pas d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

4.2.2 Cours de bourse de Systar et objectif de cours de la société IDMidCaps

L'action Systar (FR0000052854-SAR) a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris le 3 juin 1999 à 3,95 €. Le titre entre notamment dans la composition des indices généraux CAC Small (0,11%) et CAC Mid & Small (0,02%), ainsi que dans les indices sectoriels CAC Software & Computer Services (0,10%) et CAC Technology (0,07%).

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC Small, depuis mars 2011 :



Renvois	Dates	Evènements
1	7-avr.-11	Systar est classé 43 ^e éditeur français de logiciel par Truffle (Venture Capital spécialisé dans les nouvelles technologies).
2	12-juil.-11	BNP Paribas choisit BusinessBridge pour suivre ses flux de paiements.
3	13-oct.-11	Publication des résultats annuels 2010-2011, affichant une légère baisse de la rentabilité, particulièrement en Europe.
4	21-oct.-11	Publication du CA du T1, en hausse de 28%, porté par l'Europe en dépit d'un effet de change USD très défavorable (-13%) sur le CA américain.
5	15-déc.-11	Systar élu champion du pôle Systematic Paris-Région 2011 et reconnu entreprise innovante.
6	18-janv.-12	Alpha Value relève ses prévisions et sa recommandation sur Systar, de "Alléger" à "Accumuler".
7	14-févr.-12	Publication des résultats du premier semestre 2011-2012 : CA +28% porté par les licences (+70%), Résultat net +2 M€.
8	24-avr.-12	Publication du T3, la croissance accélère à 39% grâce aux licences.
9	19-juin-12	Rachat d'actions par Systar (68759 actions sur 68760 actions échangées ce jour).
10	13-sept.-12	Publication des résultats annuels 2011-2012 en forte hausse, CA +14% et Résultat net +258%.
11	14-mars-13	Succès de l'augmentation de capital de 2,35 M€ (placement privé).
12	4-juil.-13	Publication du chiffre d'affaires 2012-2013, marqué par une diminution de 17% et une marge opérationnelle négative.
13	30-juil.-13	Publication des comptes définitifs 2012-2013.
14	16-sept.-13	The Clearing House, association bancaire américaine gérant les infrastructures de transferts de fonds en USD et certaines opérations de compensation, devient client de Systar.
15	23-oct.-13	Publication du CA du Q1 2013-2014, en progression de 18% par rapport à 2012-2013.
16	6-nov.-13	Bertrand Bouhour, Président de Systar, cède 300 000 actions Systar après sa sortie du concert d'actionnaire. Les actions sont rachetées par Systar.
17	12-févr.-14	Publication des résultats du S1 2013-2014, portés par une hausse de 30% du CA licences (dont Tornado) et le retour à la rentabilité du S1.
18	26-févr.-14	Publication du rapport financier du S1 2013-2014.
19	11-mars-14	La FNAC adopte le logiciel de gestion de l'IT SWideVision Alert

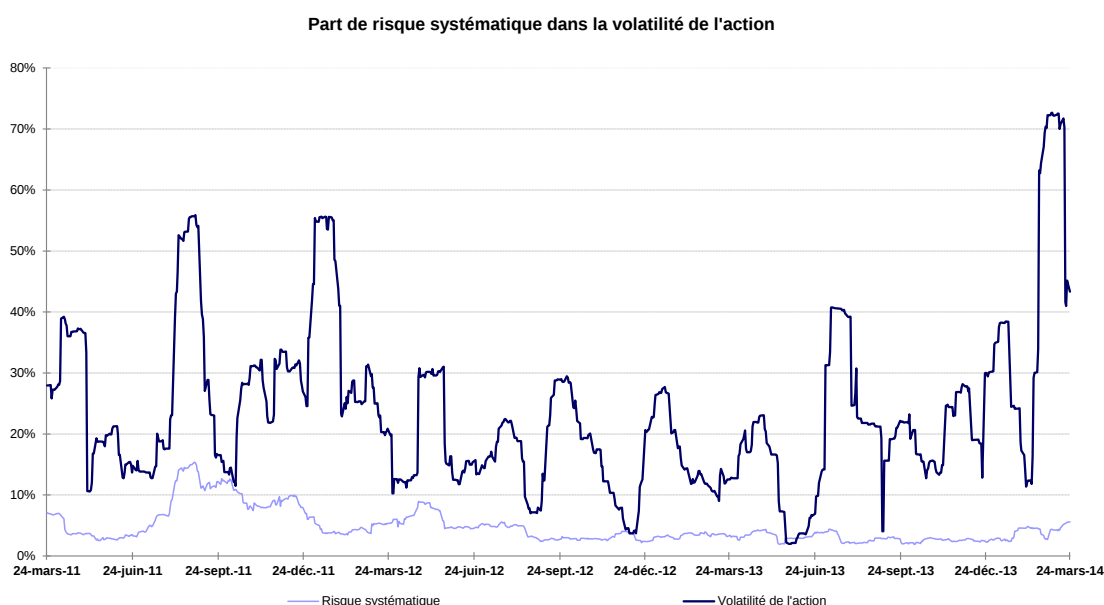
A la suite de la chute des marchés financiers de 2008-2009 (plus bas 1,53 € en février 2009), puis de la remontée du cours fin 2009 et pendant l'année 2010 (3,68 € en octobre 2010), l'action baisse à nouveau début 2011 (2,90 € début mars 2011) mais connaît un regain d'intérêt grâce à la publication d'un classement favorable à Systar ; elle atteint un sommet de 3,38 € le 8 avril 2011 avant de retomber à des niveaux évoluant entre 3,10 € et 3,20 € jusqu'en août 2011. Après cette période, concomitamment à la crise de la dette en Europe, le cours de l'action connaît une chute progressive de septembre à décembre 2011, que l'annonce d'un nouveau contrat avec BNP Paribas ne semble pas pouvoir inverser. Arrivée à un plus bas de 2,35 € en décembre 2011 pour la troisième fois en à peine plus de 30 jours, l'action entame un mouvement de hausse dès le début de 2012 sur la base d'une recommandation d'analyste positive et des bons résultats des six premiers mois de l'exercice 2011-2012. La publication des résultats du troisième trimestre le 24 avril 2012, qui laisse apparaître une croissance de 39% du chiffre d'affaires sur la période, permet au titre de dépasser le précédent plafond de 3,38 € dès le lendemain de la publication des résultats, date à laquelle il atteint un cours de clôture de 3,40 €.

La bonne santé financière du groupe lui permet de consacrer 20% de son chiffre d'affaires à la recherche et au développement, afin de mettre au point plusieurs nouveaux produits qui seront lancés au cours des années 2012 et 2013. Cet effort porte ses fruits puisque, bien que fragilisé par la crise, le principal groupe de prospects de Systar que sont les banques investissent de plus en plus de ressources dans les solutions telles que celles commercialisées par la société. Celle-ci tire également partie de la montée en puissance de la virtualisation et du *cloud computing*, qui profite à son type de facturation, qui est notamment basé sur le nombre de machines virtualisées ou supervisées. Il en résulte une croissance soutenue du chiffre d'affaire pour l'exercice 2011 – 2012 (+14%), accompagnée d'une très nette progression du résultat net (+ 258% à 2,7 M€). A cette date, l'action connaît un regain d'attractivité pour les investisseurs qui lui permet de franchir le palier des 3,50 € et d'atteindre un sommet à 4,50 € le 2 janvier 2013.

Toutefois, l'année fiscale 2012–2013 est marquée par un décalage de commandes en fin d'exercice, qui pénalise fortement les résultats du groupe. Systar publie le 4 juillet 2013 un chiffre d'affaires en régression de 17% et une marge opérationnelle négative, provoquant une courte chute du titre qui perd près de 8%, dès le 5 juillet 2013, à 3,50 €. A l'occasion de la publication des comptes définitifs de l'année 2012-2013 le 30 juillet 2013, le titre atteint de nouveau les 4 €. L'action décroche progressivement à partir du début du mois de septembre, et ce jusqu'à la fin de l'année. Le titre termine l'année à 2,87 € dans un marché pourtant haussier, soit une baisse de 28,25% en 3 mois alors que le CAC Small progresse de 15% entre le 1^{er} septembre et le 31 décembre 2013.

Stabilisé entre 2,95 € et 3,00 € jusqu'en février 2014, le titre tire profit d'un bon chiffre d'affaires publié le 12 février 2014 et gagne 44 % en huit jours pour atteindre un nouveau plus haut de 4,47 € le 20 février. En dépit d'un repli lié à des prises de bénéfice sur l'action, le titre croît de nouveau au-delà des 4,23 € à partir du 28 février à la faveur de la publication du rapport financier du premier semestre 2013–2014. Un marché porteur et l'annonce de la signature d'un contrat avec la Fnac mi-mars permet à l'action d'atteindre 5,09 € le lundi 24 mars 2014 en clôture de séance.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la volatilité de l'action¹¹ Systar SA a évolué, au cours des trois dernières années, entre 2% (mai 2013) et 73% (mai 2014). Cette évolution est décorrélée de celle de l'indice de référence CAC Small sur les trois dernières années, à l'exception du mois d'août 2011 :



La forte volatilité de l'action s'explique en partie par l'irrégularité des volumes traités, les échanges concernant le titre étant très hétérogènes tant en termes de fréquence que de volume.

Les autres principaux points hauts correspondent à des phases de volatilité propres à l'action, atteints en :

- janvier 2012 (55%) : amélioration de recommandation sur l'action Systar ;
- juillet 2013 (40%) : annonce d'un chiffre d'affaires en recul et une marge négative ;
- mars 2014 (72%) : publication des bons chiffres du premier semestre de l'année 2013 – 2014.

¹¹ Annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants.

Les moyennes de cours arrêtées au 24 mars 2014, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	5,52	2,35	3,54	3 295 404	4 214	35,0%	98,2%	100,0%
24 mois	5,52	2,80	3,80	2 390 523	4 588	25,4%	71,2%	100,0%
12 mois	5,52	2,80	3,80	1 317 869	5 049	14,0%	39,3%	100,0%
6 mois	5,52	2,80	3,78	1 135 571	8 803	12,0%	33,8%	100,0%
3 mois	5,52	2,80	3,88	940 201	14 691	10,0%	28,0%	100,0%
20 jours de bourse	5,52	3,90	4,48	353 828	17 691	3,8%	10,5%	100,0%
Spot	5,14	4,95	5,09	4 419	4 419	0,0%	0,1%	

La cotation de l'action montre une liquidité moyenne mais qui s'étoffe au cours des trois derniers mois et plus encore au cours des vingt dernières séances.

Partant du principe qu'aucune rumeur relative au rapprochement avec Axway n'a influé sur l'évolution du cours, l'accroissement des volumes nous conduit à privilégier les moyennes pondérées des cours de clôture des 20 dernières séances de bourse et des trois derniers mois, périodes qui intègrent les informations financières et commerciales les plus récentes, se situant respectivement à 4,48 € et 3,88 € et sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes de 33,4 % et 53,9 %

Il convient de noter que le seul objectif de cours récent émane du bureau d'analystes IDMidCaps le 19 février 2014, et qu'il est de 4,50 €. Compte tenu de la faible couverture du titre, nous ne retenons ce critère qu'à titre de recoupement.

4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie, retenue à titre principal

L'évaluation de la Société par la méthode des DCF repose sur le plan d'affaires décrit précédemment et qui correspond à la moyenne entre les objectifs commerciaux du management et de ceux d'IDMidCaps.

a) Limite au cash-flow libre pour l'actionnaire

La Société présente, tant en moyenne sur l'année qu'à la clôture de ses comptes annuels, un excédent de fonds de roulement structurel, ce qui est une situation fréquente chez les éditeurs de logiciels. Or, si l'EFR d'une société est suffisamment important rapporté à sa MBA et à ses investissements, alors la variation de la trésorerie générée par le développement de l'activité, i.e. son cash-flow libre¹², peut être supérieure au bénéfice de l'exercice, ce qui correspond en l'occurrence au plan d'affaires médian de la Société que nous retenons.

Il convient de rappeler que la distribution de la trésorerie résultant de l'EFR n'est envisageable qu'en cas :

- de liquidation de la Société, après imputation des coûts de fonctionnement du dernier exercice d'activité et des frais de fermeture théoriques ;
- d'absorption ou de fusion de la Société dans un groupe présentant un cash-flow libre pour l'actionnaire structurellement inférieur à son bénéfice, typiquement en raison d'un BFR à financer.

¹² Tel que défini dans le tableau de financement accompagnant la description des performances financières historiques de la Société, cf. supra.

Dans l'hypothèse du développement *stand alone* d'une société à EFR structurel, le flux de trésorerie annuel disponible pour l'actionnaire ne peut excéder le montant du résultat net distribuable, toute distribution supérieure à ce dernier s'imputant sur les capitaux propres.

Toutefois, dans la perspective de l'absorption de Systar par Axway, et dans la mesure où l'Initiateur présente dans ses comptes consolidés une situation tantôt de BFR tantôt d'EFR traduisant ainsi une certaine saisonnalité de son activité, nous avons retenu une hypothèse de distribution de la totalité du cash-flow libre, que nous considérons en l'espèce comme une synergie valorisable.

b) Extrapolation du plan d'affaires

Comme indiqué précédemment, nous considérons que le plan d'affaires médian demeure assez volontariste et que sa réalisation dépend des futures synergies commerciales nées du rapprochement avec l'Initiateur pour que soit atteint une telle croissance de l'activité dans un délai aussi court. Pour cette raison, nous n'avons pas extrapolé le plan d'affaires au-delà de 2017 et retenu pour le calcul de la valeur résiduelle une hypothèse de croissance à l'infini de 1,5%. Ce taux correspond à la médiane des taux retenus dans les notes d'opération visées par l'AMF et est adapté pour évaluer une entreprise sur un marché mature, ce qui était le cas pour Systar avant le lancement de Tornado et qui est supposé se répéter une fois atteint le niveau d'activité attendu dans notre modèle en 2017. Nous avons réalisé une analyse de sensibilité permettant d'apprécier l'impact d'un demi-point de croissance à l'infini sur la valeur de l'action Systar telle qu'elle résulte de l'approche par les DCF (cf. infra).

c) Taux d'actualisation

La société est évaluée dans l'hypothèse de la distribution de sa trésorerie excédentaire estimée à fin juin 2014 entre 4 M€ et 5 M€ et ultérieurement sur la base de son cash-flow libre, ce qui est une hypothèse favorable comme nous l'avons indiqué précédemment. Le taux d'actualisation retenu est alors égal au coût des fonds propres à dette nulle.

Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 11,76 %, et combine les paramètres et hypothèses suivants :

- un coefficient de risque bêta de 1,21, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur trois ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. infra) y compris Systar ; par cette approche, nous retenons deux sociétés françaises, une allemande et une américaine, ces deux dernières présentant des bêtas plus corrélés à l'indice actions général que leurs homologues françaises ;
- une prime de risque du marché des actions qui est estimée à 5,84 % et qui correspond à la moyenne calculée sur les six derniers mois au 31 mars 2014 de la prime des sociétés de l'indice SBF 120, sur la base des abaques fournies par Fairness Finance ;
- un taux sans risque de 2,28 % qui correspond au rendement des OAT TEC10 ans calculé sur la même période que celle retenue pour le calcul de la prime de risque ; nous privilégions le rendement des emprunts d'Etat français à celui, plus faible, de l'Etat Allemand ou d'un panier de dettes souveraines notées AAA, afin de refléter la situation d'un actionnaire minoritaire français ; le choix du Bund conduirait à une prime de risque majorée de la différence de taux entre Bund et OAT, et à un taux d'actualisation plus élevé compte tenu du bêta sectoriel retenu ;

- enfin, une prime de taille de 2,41% qui correspond, selon les données fournies par Fairness Finance, à la rentabilité additionnelle exigée des titres des sociétés de capitalisation inférieure à 50 M€ ; ce taux de 2,41%, conforme à la moyenne des primes relevées dans les notes d'offres visées par l'AMF, nous semble constituer un minimum dans la mesure où nous avons indiqué précédemment que le plan d'affaires médian que nous retenons présentait un risque d'exécution probablement supérieur à la moyenne.

d) Valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

La méthode des DCF conduit, selon nos calculs, à une valeur des fonds propres de Systar de 48 M€. Les étapes du passage de la valeur présente des flux à celle des fonds propres figurent dans le tableau ci-après :

Valeur des fonds propres et valeur par action	En M€	En €/
Valeur des flux actualisés 2014-2017	14 578	1,67
Valeur de rente actualisée	31 669	3,63
Valeur des fonds propres brute	46 247	5,30
Valeur des reports	2 861	0,33
Engagements de retraite nets	(727)	(0,08)
Valeur intrinsèque des instruments dilutifs	(114)	(0,01)
Valeur des fonds propres nette	48 266	5,53

Comme mentionné précédemment, les flux actualisés de 2014–2017 intègrent la distribution de la trésorerie estimée à fin juin 2014 (entre 4 M€ et 5 M€). Il convient de leur ajouter la valeur des reports déficitaires fiscaux et d'en déduire le coût (après impôt) des engagements pour indemnités de fin de carrière ainsi que la valeur intrinsèque des instruments dilutifs¹³.

e) Sensibilité aux paramètres d'actualisation

La sensibilité de la valeur de l'action aux variations du taux d'actualisation et de croissance à l'infini est résumée dans le tableau ci-après :

		Coût des fonds propres		
		10,76%	11,76%	12,76%
Croissance à l'infini	2,00%	6,33	5,74	5,26
	1,50%	6,06	5,53	5,09
	1,00%	5,82	5,34	4,93
Ecart-type / moyenne :		7,8%		

Par ailleurs, en faisant varier le taux d'actualisation dans une fourchette de +/-10%, le taux de réussite de 75% de la croissance des ventes de licences Tornado (cf. supra), il ressort les valeurs suivantes :

¹³ Cette approche par la valeur intrinsèque est équivalente à celle qui consiste en l'exercice immédiat des bons de souscription d'actions existants et le rachat partiel en vue de leur annulation des actions ainsi émises en utilisant les fonds de l'augmentation de capital (*treasury method*). L'approche par la valeur intrinsèque implique la prise en compte du nombre de titres non dilué, le cas échéant réduit des titres d'autocontrôle, soit 8 733 308 actions.

		Taux de réalisation des objectifs commerciaux		
Coût des Fonds propres		83%	75%	68%
	11,26%	6,26	5,78	5,30
	11,76%	5,99	5,53	5,07
	12,26%	5,73	5,30	4,87
Ecart-type / moyenne :		7,6%		

A partir de ces éléments, la valeur centrale de l'action s'établit selon nous à 5,53 €, par rapport à laquelle le prix d'Offre induit une prime de 8 %, s'inscrivant dans une fourchette entre 4,9 € et 6,3 €, soit des primes et décotes respectives comprises entre 22,7 % et -5,6 %.

Pour mémoire, la prise en compte du scénario bas de fourchette correspondant aux hypothèses d'IDMidCaps conduirait, à taux d'actualisation inchangé, à une valeur centrale de 3,74 € par action. Toutefois, cette valeur nous semble excessivement prudente, ces prévisions justifiant selon nous la correction du taux d'actualisation retenu dans le scénario médian par une prime spécifique négative, ainsi qu'un taux de croissance à l'infini plus élevé pour tenir compte d'un potentiel de développement supplémentaire au-delà des prévisions explicites du modèle. Inversement, la prise en compte de 100% des objectifs commerciaux du précédent management conduirait à une valeur de 7,1 € par action. Compte tenu du caractère volontariste de ces objectifs et du risque d'exécution du plan qui en découlerait, nous pensons qu'il serait justifié d'augmenter le taux d'actualisation et de retenir un taux de croissance à l'infini plus faible pour refléter le plus haut degré de maturité qui serait ainsi atteint par le logiciel Tornado.

Il convient enfin de relever que le dispositif du CIR, que nous avons supposé reconduit à l'infini, contribue selon nos calculs à 50% de la valeur de l'action, dont 37% au titre de la valeur de rente à l'infini. Ceci illustre l'importance de la pérennité de cet avantage fiscal, dont la suppression éventuelle ne pourrait probablement pas être compensée par une hausse des tarifs commerciaux de Systar.

4.2.3 Comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des capitaux propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de taille, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

a) Description de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de société cotée *pure player* concurrente de Systar sur le marché du BAM. A défaut, nous avons retenu un échantillon de 4 sociétés, y compris Systar¹⁴, dont deux sont présentes sur le segment du BAM et qui peuvent parfois entrer en concurrence avec Systar, à savoir la société allemande Software AG et l'américaine Tibco. Enfin, nous avons intégré Axway, l'Initiateur, qui présente une offre complémentaire à celle de la Société¹⁵.

¹⁴ Pour la cohérence de l'approche, les prévisions relatives à Systar sont ici celles d'un tiers, i.e. IDMidCaps. Les multiples de marché de l'échantillon sont ensuite appliqués aux prévisions du plan médian qui intègrent en revanche les informations issues des objectifs commerciaux du précédent management.

¹⁵ Axway met en œuvre de réseaux d'interactions professionnels permettant, par exemple, d'automatiser les processus de commande, livraison et facturation entre entreprises.

Les sociétés de cet échantillon présentent certaines similitudes avec Systar en dehors de leur domaine d'activité :

- un taux de marge opérationnel moyen anticipé compris entre 19% (en 2014) et 23% (2016), qui est assez proche du niveau cible que nous avons retenu à terme dans le plan médian.
- tout comme la Société, une absence d'endettement.

En revanche, certaines différences pourraient avoir un impact favorable sur la valeur :

- le taux moyen de variation annuelle du chiffre d'affaires de l'échantillon est de 7,3 % contre 13 % pour la Société ; l'application de multiples prévisionnels tend à flatter la valeur d'une société présentant une croissance supérieure à la moyenne de l'échantillon, pour autant que son intensité capitalistique soit au moins égale à la moyenne, ce qui est le cas en l'espèce ;
- la capitalisation boursière moyenne de notre échantillon est de 1,3 Md€, soit 31 fois plus importante que celle de Systar ; par conséquent, la prime de liquidité/taille exigée pour évaluer en moyenne ces sociétés est inférieure ainsi que leur coût du capital ce qui, à croissance comparable anticipée, doit se traduire par des multiples plus élevés.

Compte tenu des différences de marges à court terme et afin de neutraliser les éventuelles divergences de politiques d'activation de R&D, nous avons privilégié les multiples moyens d'EBIT¹⁶ 2014, 2015 et 2016. Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois au 15 avril 2014, excepté pour Systar pour laquelle nous retenons le 24 mars, les multiples d'EBIT de ces sociétés sont les suivants :

VE/EBIT	juin-14	juin-15	juin-16
Moyenne	12,42x	11,76x	9,82x
Mediane	11,99x	10,54x	9,43x

Sur la base de ces éléments, la valeur centrale de l'action s'établit selon nous à 5,40 €, par rapport à laquelle le prix d'Offre induit une prime de 10,5 %, s'inscrivant dans une fourchette entre 4,12 € et 6,25 €, soit des primes et décotes respectives comprises entre 44,8 % et -4,5 %.

Nous retenons donc cette approche à titre secondaire.

4.2.4 Transactions comparables

Nous avons sélectionné deux transactions avec changement de contrôle, intervenues dans le secteur du BAM :

- La première concerne IDS Scheer acquise par Software AG 487 M€, annoncée le 14 juillet 2009, dans le cadre d'une offre publique offrant une prime de 39 % sur le dernier cours de bourse. On notera que la société développant ses propres logiciels de *Business Process Management* (13 M€ de budget de R&D annuel) avec une composante contrôle, avait aussi une forte activité consulting intégrant également une expertise SAP, et employait 3 000 personnes environ, dont la moitié dédiée au consulting. Avant crise, la société enregistrait une croissance moyenne de ses ventes de 10% par an environ et

¹⁶ Pour Earnings Before Interest and Taxes.

dégageait une marge opérationnelle comprise entre 8 et 10%, pour un chiffre d'affaires de près de 400 M€ en 2008. Tout comme Systar, l'année qui avait précédé son acquisition s'était soldée par une baisse de sa rentabilité, avec une marge opérationnelle de 3,4%. Lors de son acquisition, Software AG annonçait espérer le doublement de la marge opérationnelle par rapport à la situation pré-crise. Les analystes estimaient les multiples d'EBIT prévisionnels résultant du prix offert de 15 € par action, pour l'année en cours et l'année suivante, à respectivement 14,4x et 11,4x.

- La seconde opération sélectionnée concerne l'acquisition de l'éditeur britannique Nimbus Partners par Tibco Software intervenue le 30 août 2011. La société avait également une activité de consulting et d'intégration (SAP, Oracle, Salesforce, etc), adressant une clientèle de grandes entreprises parmi lesquelles figuraient d'importants établissements bancaires. Avec un chiffre d'affaires 2011 de 12,7 M€, en hausse de 20%, la société était en perte d'exploitation. Sur la base d'un prix d'acquisition de 29 M€, cette transaction fait ressortir un multiple historique¹⁷ de chiffre d'affaires de 2,2x.

Selon nos calculs, l'application des multiples d'EBIT d'IDS Scheer aux prévisions 2014 et 2015 de Systar et du multiple de chiffre d'affaires de Nimbus Partners aux chiffre d'affaires 2012-2013 et 2013-2014 de la Société, conduit à une valeur de l'action comprise entre 4,67 € et 6,24 €, avec une valeur centrale de 5,54 €, le prix d'Offre faisant ressortir une prime de 7,7 %.

L'ancienneté de ces transactions et leur caractère imparfaitement comparable, en termes d'activité notamment, nous amènent à ne retenir cette approche qu'à titre de recoupement.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Bryan Garnier & Co en sa qualité de Banque Présentatrice de l'Offre (ci-après la « Banque »).

Les valeurs auxquelles elle aboutit et les nôtres en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

¹⁷

Par opposition aux multiples dits prévisionnels relatifs à IDS Scheer.

Valeur par action Systar en €	Banque	BM&A
A titre principal		
Acquisition d'un bloc majoritaire par Axway	5,97 €	5,97 €
Analyse du cours de bourse ⁽¹⁾		
12 mois	3,69 €	3,80 €
6 mois	3,64 €	3,78 €
3 mois	3,85 €	3,88 €
20 jours ⁽²⁾	4,44 €	4,48 €
Cours au 24 mars 2014	5,09 €	5,09 €
DCF (milieu de fourchette)	4,75 €	5,53 €
A titre secondaire		
Multiples de sociétés cotées		5,40 €
CA 2013	4,46 €	
CA 2014	4,69 €	
Ebit 2014	3,20 €	
Multiples de transactions	n/a	5,54 €
Objectif de cours	4,50 €	4,50 €
Augmentation de capital de mars 2013	4,70 €	4,70 €

⁽¹⁾ Pour BM&A, seuls les cours 20 jours et 3 mois sont retenus à titre principal

⁽²⁾ Moyenne pondérée 1 mois pour la Banque

A l'exception de la méthode des multiples de transactions comparables que la Banque n'a pas mis en œuvre, les méthodes et les critères utilisés sont identiques, de même que leur degré général de pertinence.

Les valeurs issues des critères du prix d'acquisition du bloc majoritaire, de l'objectif de cours des analystes et de l'augmentation de capital de mars 2013 sont identiques et n'appellent pas de commentaire de notre part.

Les valeurs découlant des moyennes pondérées des cours de bourse présentent des écarts non significatifs compris entre 0 % et 3,84 % et n'appellent pas non plus de commentaire particulier de notre part.

Les seuls écarts significatifs proviennent de la mise en œuvre des méthodes du DCF et des multiples de sociétés cotées.

S'agissant du DCF :

La Banque s'est basée sur le plan d'affaires publié par le bureau d'analyse IDMidCaps et n'a pas eu accès aux prévisions commerciales qui nous ont été communiquées par Monsieur Guy Kuster. En conséquence, son modèle est plus conservateur, cet écart étant partiellement corrigé par le fait :

- qu'elle a extrapolé ces prévisions jusqu'en 2019, alors que nous limitons notre horizon de prévision explicite à 2017 ;
- qu'elle retient un taux d'actualisation de 10,40 % contre 11,76 %.

A titre de comparaison, la prise en compte dans notre modèle des prévisions d'IDMidCaps et d'un taux d'actualisation de 10,40% requiert de porter le taux de croissance à l'infini à 2,85 % pour parvenir à la valeur centrale de 4,75 € par action à laquelle parvient la Banque.

S'agissant des multiples de sociétés cotées comparables :

La Banque a retenu un échantillon large de sociétés françaises composé d'éditeurs de logiciels dont la capitalisation boursière est pour la plupart inférieure à 500 M€, actifs dans des domaines aussi divers

que les logiciels financiers ou de gestion, de prototypage ou de conception d'installations électriques. Elle a déterminé des multiples appliqués aux chiffres d'affaires 2013 et 2014, ainsi qu'à l'EBIT 2014, l'EBIT 2013 de Systar étant négatif, et afin de s'affranchir des différences de traitement comptable de la R&D pouvant impacter l'agrégat de l'EBITDA.

Pour notre part, nous avons privilégié un échantillon plus comparable d'un point de vue métier, qui intègre aussi Systar dont la contribution aux multiples moyens est calculée en retenant les prévisions d'IDMidCaps, censées représenter le point de vue externe de la communauté financière, par opposition aux prévisions auxquelles nous appliquons ces multiples. Néanmoins, la capitalisation boursière moyenne de cet échantillon est plus élevée que dans les travaux de la Banque, ce qui conduit probablement à flatter les résultats de notre approche.

En conséquence, comme la Banque, nous considérons cette approche comme imparfaite et ne la retenons qu'à titre secondaire.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Systar auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 5,97 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes/Critères	Valeur par action			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie ⁽¹⁾	4,87 €	5,53 €	6,33 €	22,7%	8,0%	-5,6%
Transactions sur le capital de Systar						
Augmentation de capital de mars 2013		4,70 €			27,0%	
Acquisition de bloc du 17 avril 2014 ⁽¹⁾		5,97 €			0,0%	
Méthode des comparables						
Comparables boursiers	4,12 €	5,40 €	6,25 €	44,8%	10,5%	-4,5%
Transactions comparables	4,67 €	5,54 €	6,24 €	27,9%	7,7%	-4,3%
Cours de bourse et objectif de cours						
Cours moyen pondéré au 24 mars 2014						
12 mois	2,80 €	3,80 €	5,52 €	113,2%	57,2%	8,2%
6 mois	2,80 €	3,78 €	5,52 €	113,2%	57,9%	8,2%
3 mois ⁽¹⁾	2,80 €	3,88 €	5,52 €	113,2%	53,9%	8,2%
20 jours ⁽¹⁾	3,90 €	4,48 €	5,52 €	53,1%	33,4%	8,2%
Cours au 24 mars 2014		5,09 €			17,3%	
Objectif de cours analystes		4,50 €			32,7%	

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et sur les références au cours de bourse et au prix d'acquisition du bloc majoritaire. Les méthodes des comparables, la référence à l'augmentation de capital de mars 2013 et l'objectif de cours des analystes ne sont retenus qu'à titre de recoupement.

Concernant en premier lieu les méthodes retenues à titre principal, le prix d'Offre présente des primes significatives sur les moyennes pondérées des cours de bourse 20 jours et 3 mois, comprises entre 33,4 % et 53,9 %, traduisant la prime payée par Axway aux actionnaires formant le bloc majoritaire lors la prise de contrôle et dont bénéficient les actionnaires minoritaires à l'occasion de l'Offre.

En revanche, le prix d'Offre présente une prime plus modeste de 8 % s'agissant de la valeur centrale issue de la mise en œuvre de la méthode DCF. Il convient de rappeler que le plan d'affaires sur lequel cette méthode est mise en œuvre résulte :

- de la combinaison du plan d'affaires d'un analyste et des objectifs commerciaux de l'ancien management de Systar, conduisant à une augmentation de l'ordre de 75 % du chiffre d'affaires entre 2012-2013 et 2016-2017 avec un taux d'EBE historiquement jamais atteint sur la période récente ;
- du maintien à long terme du dispositif de crédit d'impôt recherche français.

Dans ce cadre, le taux d'actualisation retenu ne tient pas compte du risque d'exécution supplémentaire induit par ces deux éléments, ce qui constitue un paramètre favorable aux actionnaires minoritaires.

Les méthodes et critères retenus à titre de recoupement confortent les valeurs résultant de ceux mis en œuvre à titre principal, le prix d'Offre extériorisant des primes comprises entre 7,7 % et 10,5 % pour les méthodes des comparables, et des primes comprises entre 27 % et 32,7 % s'agissant de l'augmentation de capital et l'objectif de cours des analystes.

Enfin, sans surprise, le prix d'Offre ne présente pas de prime par rapport au prix d'acquisition du bloc majoritaire, mais il convient de souligner que ses deux principaux bénéficiaires ont consenti à l'Initiateur une garantie d'actif et de passif que ne supportent pas les actionnaires minoritaires qui bénéficient, en revanche, de la prime de contrôle payée aux Actionnaires Cédants.

En conséquence et sous le bénéfice des éléments développés ci-avant, notre opinion est que le prix de 5,97 € par action offert dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Systar.

Dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois à l'issue de la présente Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 5,97 € offert par action Systar serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 6 mai 2014

BM&A

Pierre Béal

Thierry Bellot

Associés

Addendum à notre rapport d'expertise indépendante émis le 6 mai 2014

En complément à notre rapport d'expertise indépendante émis le 6 mai 2014 relatif à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Systar (ci-après « Systar » ou la « Société »), initiée par la société Axway (ci-après « Axway » ou l'« Initiateur »), nous émettons cette note à la suite des questions et commentaires formulés par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) le 13 mai 2014 portant sur la note en réponse et, plus particulièrement, sur les contrats de consultant (ci-après les « Contrats ») signés entre Systar d'une part, et Monsieur Guy Kuster et Madame Michèle Flasaquier (ci-après les « Cédants ») d'autre part.

En premier lieu, il convient de remarquer qu'un taux d'intervention journalier de 2 500 € HT s'inscrit dans la fourchette des tarifs observés s'agissant de consultants senior de haut niveau ou de managers de transition opérant sur des durées courtes, de quelques jours à quelques semaines. Or, il nous semble que l'esprit des Contrats renvoie bien à ce type d'intervention de courte durée au-delà de la première période de 3 mois, et non à des interventions quotidiennes sur de longues périodes.

D'autre part, la reconduction des Contrats est à la main du management actuel de Systar et non des Cédants. Par conséquent, il serait contraire à l'intérêt social de Systar, et donc à l'intérêt de l'ensemble de ses actionnaires, de prolonger les Contrats sans bénéfice pour la Société, les Cédants de leur côté n'ayant pas de moyen légal de l'y contraindre.

Enfin, l'Initiateur a publiquement indiqué dans la version amendée de sa note d'information qu'il confirme « [...] *qu'Axway n'entend pas demander à Systar de solliciter une prorogation des contrats de consultants arrivant à leur échéance sauf impérieuse nécessité et pour des périodes ajustées au plus près du besoin réel.* ». De son côté, le management de Systar nous a également confirmé qu'il n'entendait pas renouveler ces Contrats sauf de manière ponctuelle et en cas d'impérieuse nécessité.

Ces dernières déclarations confortent notre première analyse qui nous avait conduits à conclure à l'absence d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

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

Fait à Paris, le 20 mai 2014,

Pierre Béal
Associé

Thierry Bellot
Associé

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

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Systar requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Systar

Représentée par Monsieur Christophe FABRE, Président Directeur Général