

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE



INITIEE PAR



PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE ETABLI PAR CAMELEON SOFTWARE

PRIX DE L'OFFRE

2,20 euros par action

DUREE DE L'OFFRE

15 jours de négociation



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 15 Septembre 2014. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

Avis Important

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

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et 237-19 du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de Cameleon Software ne représenteraient, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière, PROS Holdings, Inc., mettra en œuvre, au plus tard dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Cameleon Software non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 2,20 euros par action égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de Cameleon Software (www.cameleon-software.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Caméléon Software
Le Galilée - 185 rue Galilée - 31670 Labège

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Caméléon Software seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE.....	4
2.1	<i>Contexte de l'Offre</i>	<i>4</i>
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	6
3.1	<i>Liquidité des Actions Gratuites.....</i>	<i>6</i>
3.2	<i>Prix des promesses de vente et d'achat des actions gratuites.....</i>	<i>6</i>
3.3	<i>Autres accords dont la Société a connaissance.....</i>	<i>7</i>
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE	7
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE	8
A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, NE DETIENNENT PAS D'ACTIONS DE LA SOCIETE.		8
6.	OBSERVATION DU COMITE D'ENTREPRISE DE CAMELEON SOFTWARE.....	8
LE COMITE D'ENTREPRISE DE CAMELEON SOFTWARE SERA REUNI POUR PRENDRE CONNAISSANCE DES TERMES DE L'OFFRE ET DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION PREALABLEMENT A L'OUVERTURE DE L'OFFRE, CONFORMEMENT AUX DISPOSITIONS LEGISLATIVES APPLICABLES.....		8
7.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE	8
8.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	8
9.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	8
9.1	<i>Structure du capital de la Société.....</i>	<i>8</i>
9.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce</i>	<i>9</i>
9.3	<i>Participations directes et 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.....</i>	<i>9</i>
9.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci9</i>	
9.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</i>	<i>10</i>
9.6	<i>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</i>	<i>10</i>
9.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société</i>	<i>10</i>
9.8	<i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres ...</i>	<i>10</i>
9.9	<i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	<i>11</i>
9.10	<i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de Caméléon Software 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</i>	<i>11</i>
10.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
11.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	29
12.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	29

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'Autorité des marchés, la société PROS Holdings, Inc., société régie par le droit du Delaware aux Etats-Unis, dont le siège effectif est sis 3100 Main Street, Ste 900, Houston, TX 77002, Etats-Unis, (ci-après « **PROS** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Cameleon Software, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 3 514 680,50 euros, dont le siège social est sis 185 rue Galilée, 31670 Labège, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 341 081 743 (ci-après « **Cameleon Software** » ou la « **Société** ») d'acquérir leurs actions de Cameleon Software au prix unitaire de 2,20 euros payable exclusivement en numéraire (l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000074247 (mnémonique CAM).

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur, au prix de 2,20 euros par action à l'exclusion des 17.626 actions auto-détenues par Cameleon Software à la date du projet de note d'information, et des 550.000 actions gratuites (« **Actions Gratuites** ») définitivement attribuées à la date du projet de note d'information dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre et sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information, un maximum de 975.756 actions existantes.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre, qui sera ouverte pour une durée 15 jours de négociation, pourra être suivie dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, si les conditions sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »). Dès lors, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 2,20 euros par Action, égale au prix offert dans le cadre de l'Offre.

Bryan, Garnier & Co, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 15 Septembre 2014, incluant le projet de note d'information de l'Initiateur. 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.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la possibilité, jusqu'à la date d'ouverture de l'offre, de se porter acquéreur d'actions Cameleon Software dans la limite de 292.726 actions, représentant 30 % des titres visés par l'offre, sur la base d'un ordre libellé au prix de l'offre. Bryan, Garnier & Co. interviendra à l'achat pour le compte de l'initiateur dans ce cadre.

2. MOTIFS ET CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

En 2013, Cameleon Software a fait l'objet d'une offre publique d'achat amicale de la part de l'Initiateur, déclarée conforme par l'AMF, le 13 novembre 2013. Cette offre publique a été ouverte du 15 novembre au 19 décembre 2013. Euronext Paris a fait connaître à l'AMF qu'à la date du 27 décembre 2013, date ultime fixée pour le dépôt par les intermédiaires financiers des ordres présentés à l'offre publique d'achat initiée par PROS visant les actions et les bons de souscription d'actions remboursables (les « **BSARs** ») de la Société, elle a reçu en dépôt 9 012 893 actions Cameleon Software et 2 221 644 BSARs Cameleon Software. Au total, l'Initiateur détenait (i) 9 012 893 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 78,62% du capital et au moins 64,67% des droits de vote de la Société¹, et (ii) 2 221 644 BSARs représentant 94,01% des BSARs en circulation². La condition minimale fixée par l'Initiateur – à savoir l'obtention à l'issue de l'offre d'au moins 65% du capital de la Société sur une base non diluée – est satisfaite. L'offre publique d'achat a ainsi connu une issue positive.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général, l'offre publique a été réouverte pour une période de dix (10) jours de bourse, du 8 janvier 2014 au 21 janvier 2014 inclus. Euronext Paris a fait connaître à l'AMF qu'à la date du 24 janvier 2014, date ultime fixée pour le dépôt par les intermédiaires financiers des ordres présentés à la réouverture de l'offre publique d'achat initiée par l'Initiateur visant les actions et les BSARs de la Société, elle a reçu en dépôt 860 488 actions Cameleon Software et 109 050 BSARs Cameleon Software.

Au total, l'Initiateur détenait (i) 9 873 381 actions Cameleon Software représentant autant de droits de vote, soit 84,37% du capital et 83,51% des droits de vote de la Société³, et (ii) 2 330 694 BSARs représentant 98,63% des BSARs en circulation⁵.

Afin de refléter la prise du contrôle de la Société par l'Initiateur, résultant du succès de l'offre publique d'achat initiée par PROS, la composition du Conseil d'administration ainsi que la direction de la Société ont subi les modifications suivantes au début de l'exercice 2014 :

- (i) Le Conseil d'administration du 27 février 2014 a constaté la démission de Monsieur Philippe Gaillard de ses fonctions d'administrateur et a nommé en remplacement, Monsieur Damian Olthoff, Secrétaire Général de PROS Holdings, Inc., pour la durée restant à courir du mandat d'administrateur de Monsieur Philippe Gaillard, soit jusqu'à la date de l'assemblée générale des actionnaires appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017.
- (ii) Le Conseil d'administration du 12 mars 2014 a constaté la démission de :
 - Monsieur Thibault de Bouville de ses fonctions d'administrateur : le conseil a nommé à titre provisoire en remplacement et sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale de Cameleon Software devant avoir lieu le 13 juin 2014, Monsieur Andres Reiner, Président du Conseil d'Administration et CEO (Chief Executive Officer) de PROS Holdings, Inc., pour la durée restant à courir du mandat d'administrateur de Monsieur Thibault de Bouville, soit jusqu'à la date de l'assemblée générale des actionnaires appelée à statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017.
 - Monsieur Jacques Soumeillan de ses fonctions de Président du conseil d'administration, administrateur et directeur général : le Conseil a décidé que la direction générale continuerait d'être assumée par le Président du Conseil d'administration. Monsieur Andres Reiner est

¹ Sur la base d'un capital composé de 11 464 284 actions représentant au plus 13 936 704 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un nombre total de 2 363 118 BSARs en circulation.

³ Sur la base d'un capital composé de 11 702 652 actions représentant 11 822 626 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴ Il est précisé que 550 000 Actions Gratuites, soit 4,7% du capital de la Société, issues du plan d'Actions Gratuites de la Société définitivement acquises à la date du dépôt du projet d'offre et dont la période de conservation n'avait pas expiré avant la clôture de l'offre réouverte, font l'objet de contrats de liquidité entre leurs porteurs et PROS.

⁵ Sur la base d'un nombre total de 2 363 104 BSARs en circulation.

nommé Président du Conseil d'administration et directeur général, pour toute la durée de son mandat d'administrateur.

- Monsieur Mike Sutton de ses fonctions d'administrateur : le conseil d'administration n'a pas nommé d'administrateur en remplacement.
- Madame Françoise Asparre de ses fonctions de directeur général délégué et d'administrateur : le conseil n'a pas nommé d'administrateur, ni de directeur général délégué en remplacement.

L'Assemblée Générale de la Société qui s'est tenue le 13 juin 2014 a ratifié la nomination de Messieurs Andres Reiner et Damian Olthoff en qualité d'administrateurs de la Société.

Le Conseil d'Administration de la Société est, à ce jour, composé de :

- Monsieur Andres Reiner, Président du Conseil d'administration,
- Monsieur Damian Olthoff, Administrateur,
- Madame Amélie Faure, Administrateur indépendant.

La direction générale de Cameleon Software est assumée par Monsieur Andres Reiner.

L'Initiateur a, en date du 14 avril 2014, nanti 7 606 724 actions Cameleon Software, soit environ 65% du capital social de la Société, au profit de Wells Fargo Bank National Association. Ce nantissement a été octroyé comme garantie dans le cadre d'un contrat de prêt accordé par Wells Fargo Bank National Association à Pros, Inc. filiale de PROS en juillet 2013. Ce nantissement perdurera jusqu'à l'apurement complet de toutes les obligations garanties auprès de Wells Fargo Bank National Association dans le cadre du prêt sus-mentionné.

Depuis l'offre publique d'achat, l'Initiateur a augmenté sa participation dans le capital de la Société par l'acquisition de 311 265 actions sur le marché et par l'exercice des 2 330 694 BSARs dont il était titulaire portant ainsi sa participation à la date des présentes à 12 515 340 actions représentant 89,0% du capital et 88,9% des droits de vote théoriques de la Société⁶.

Le tableau ci-dessous présente une synthèse de l'acquisition, par PROS, d'actions de la Société sur le marché postérieurement à l'offre publique d'achat :

	Nombre de titres	% du capital	Nombre d'opérations	Montant (€)	Prix d'acquisition		
					Min	Max	Moyenne
mars-14	24 004	0,21%	21	47 803	1,98	2,00	1,99
avr-14	34 758	0,30%	54	69 560	2,00	2,02	2,00
mai-14	166 341	1,42%	47	338 102	2,00	2,05	2,03
juin-14	57 678	0,49%	46	117 993	2,02	2,05	2,05
juil-14	28 484	0,24%	20	58 392	2,05	2,05	2,05
Total	311 265	2,66%	188	631 851	1,98	2,05	2,03

⁶ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Au 1^{er} août 2014, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société était la suivante :

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
<i>Jacques Soumeillan</i>	270 000	1,9%	270 000	1,9%
<i>Thibault de Bouville</i>	140 000	1,0%	140 000	1,0%
<i>Françoise Asparre</i>	140 000	1,0%	140 000	1,0%
Total Managers (accord de liquidité)	550 000	3,9%	550 000	3,9%
PROS	12 515 340	89,0%	12 515 340	88,9%
Flottant	975 756	6,9%	994 258	7,1%
Auto-contrôle	17 626	0,1%	17 626	0,1%
Total	14 058 722		14 077 224	

A ce jour l'Initiateur détient 12 515 340 actions de la Société représentant autant de droits de votes, soit 89,0% du capital et 88,9%des droits de vote théoriques de la Société⁷.

Il est à noter que le 20 mai 2014, la société PROS Holdings Inc., a déclaré dans la notice AMF Décision et Information n° 214C0845 avoir franchi en hausse en tenant compte des 550.000 actions gratuites indiquées ci-dessus., le 14 mai 2014, les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la société CAMELEON SOFTWARE.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

3.1 Liquidité des Actions Gratuites

La Société a émis à la date du présent projet de note d'information, 550.000 Actions Gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

PROS a conclu en Octobre 2013 avec les titulaires d'Actions Gratuites, un contrat de liquidité comportant :

- une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'Actions Gratuites, exerçable pendant 3 mois jours à compter de la fin de la période d'indisponibilité ;
- suivie d'une promesse de vente consentie par les titulaires des Actions Gratuites, au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier à compter de la fin de la période d'indisponibilité jusqu'au cinquième anniversaire de la signature du contrat de liquidité.

3.2 Prix des promesses de vente et d'achat des actions gratuites

Le prix des promesses de vente et d'achat est calculé sur la base de l'évolution du chiffre d'affaires de la Société entre le 1er janvier 2011 et le 30 juin 2015. Le prix des promesses de vente et d'achat est ainsi déterminé sur la base du prix d'offre, majoré ou minoré en fonction de la croissance du chiffre d'affaires constaté à l'expiration de la période de conservation (soit de 1e janvier 2014 au 30 juin 2015) par rapport à la croissance réalisée entre le 1e janvier 2011 et le 31 décembre 2013 (soit une période équivalente de 18 mois).

⁷ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

3.3 Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception des accords et engagements décrits à la présente section 3, il n'existe à la connaissance de la Société aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 12 septembre 2014, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Andres REINER, en qualité de Président-Directeur Général de la Société.

Tous les membres étaient présents.

Le cabinet Detroyat & Associés, représenté par Monsieur Philippe Leroy et Aurélie Bricout, en qualité d'expert indépendant, désigné lors du Conseil d'administration de la Société du 1 Août 2014 en application des articles 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF, a présenté aux membres du Conseil d'administration une synthèse de ses travaux.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- (i) du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Bryan, Garnier & Co. en qualité de banque présentatrice de l'Offre ;
- (ii) du rapport du cabinet Detroyat & Associés, expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I 1° et 2°, ° et II du règlement général de l'AMF ; et
- (iii) du projet de note d'information en réponse de Cameleon Software.

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

« Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité des membres présents et représentés, étant précisé que les administrateurs qui exercent des fonctions dans PROS Holdings, Inc., et qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil dans le cadre de l'Offre, ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote de Madame Amélie Faure ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêt au regard de l'Offre, aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés. Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'administration, à l'unanimité, en ce compris les administrateurs indépendants, recommande aux porteurs d'actions de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

En outre, le Conseil d'administration décide que les 17.626 actions auto-détenues par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre.»

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CAMELEON SOFTWARE

A la connaissance de la Société, les membres du Conseil d'Administration, ne détiennent pas d'actions de la Société.

6. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE DE CAMELEON SOFTWARE

Le comité d'entreprise de Cameleon Software sera réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du projet de note d'information préalablement à l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions législatives applicables.

7. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 17.626 actions auto détenues par la Société.

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

A l'exception des autres contrats et opérations visés dans la Section 3 ci-dessus, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

9. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

9.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de Cameleon Software, d'un montant de 3.514.680,50 euros, est divisé en 14 058 722 actions, d'une valeur nominale de 0.25 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les statuts prévoient qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nomination, depuis deux (2) ans au moins, au nom du même actionnaire.

Au 1^{er} août 2014, le capital et les droits de vote de Cameleon Software sont répartis comme suit :

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
<i>Jacques Soumeillan</i>	270 000	1,9%	270 000	1,9%
<i>Thibault de Bouville</i>	140 000	1,0%	140 000	1,0%
<i>Françoise Asparre</i>	140 000	1,0%	140 000	1,0%
Total Managers (accords de liquidité)	550 000	3,9%	550 000	3,9%
PROS	12 515 340	89,0%	12 515 340	88,9%
Flottant	975 756	6,9%	994 258	7,1%
Auto-contrôle	17 626	0,1%	17 626	0,1%
Total	14 058 722		14 077 224	

9.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'Assemblée Générale Mixte de Cameleon Software du 13 juin 2014 a supprimé les restrictions statutaires suivantes :

- Article 16 III des statuts qui prévoyait qu'aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, au titre des droits de vote simple attachés aux actions qu'il détient directement et indirectement et aux pouvoirs qui lui sont donnés, plus de 15 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société. Toutefois s'il dispose en outre, à titre personnel et/ou comme mandataire, de droits de vote double, la limite ainsi fixée pourra être dépassée en tenant compte exclusivement des droits de vote supplémentaires qui en résultent, sans que l'ensemble des droits de vote qu'il exprime ne puisse excéder 30 % du nombre total des droits de vote attachés aux actions de la société. Les limitations prévues ci-dessus deviennent caduques, sans qu'il y ait lieu à une nouvelle décision de l'Assemblée Générale extraordinaire des actionnaires, dès lors qu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert avec une ou plusieurs personnes physiques ou morales, vient à détenir plus de 50,01 % des droits de vote, à la suite d'une offre publique d'échange ou d'acquisition visant la totalité des actions de la société.
- Article 13 bis des statuts qui prévoyait qu'en cas de franchissement du seuil de 2% du capital ou des droits de vote ou un multiple de ce pourcentage, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, est tenue de déclarer à la Société le nombre total d'Actions qu'il possède par lettre recommandée avec accusé de réception. A défaut d'avoir été déclarées, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux (2) ans suivant la date de régularisation de la déclaration, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital en font la demande lors de cette assemblée. Dans ce cas, les Actions privées du droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation.

A la connaissance de la Société, il n'y a aucune autre restriction statutaire à l'exercice du droit de vote et au transfert des actions.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

9.3 Participations directes et 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

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 2.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 2% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note d'information en réponse.

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

L'article 16.II des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute cession ou transmission d'Actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

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

Non applicable.

9.6 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.

9.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

9.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Nature de la délégation	AG	Durée	Montant nominal maxi. d'augmentation de capital	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	13/06/14	26 mois Soit au plus tard le 13/08/16	1 463 000 € (*) de capital social	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription	13/06/14	26 mois Soit au plus tard le 13/08/16	1 463 000 € (*) de capital social	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression de droit préférentiel de souscription et délai de priorité obligatoire par offre au public	13/06/14	26 mois Soit au plus tard le 13/08/16	1 463 000 € (*) de capital social	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression de droit préférentiel de souscription par placement privé	13/06/14	26 mois Soit au plus tard le 13/08/16	1 463 000 € (*) de capital social et à 10 % du capital par an	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'Administration pour augmenter le capital en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières	13/06/14	26 mois Soit au plus tard le 13/08/16	10 % (*) du capital social	Non utilisée

Autorisation à donner au Conseil d'Administration à l'effet de d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	14/06/12	38 mois Soit au plus tard le 14/08/15	200 000 actions	Non Utilisée
Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration pour diminuer le capital par annulation d'actions rachetées par la société en vue d'un programme de rachat d'actions	13/06/14	18 mois Soit au plus tard le 13/12/15	10% du capital social	Non utilisée
Délégation à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par émission par voie d'offre au public – sans droit préférentiel de suppression – d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	22/05/13	26 mois Soit au plus tard le 22 /07/15	1 700 000€	Non utilisée

(*) Le nombre de titres à émettre pourra être augmenté dans les conditions prévues par l'article L 225-135-1 du code de commerce, et dans la limite des plafonds fixés par l'Assemblée, soit 10 %, lorsque le Conseil d'administration constate une demande excédentaire.

9.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

La Société a d'ores et déjà informé ses contractants, lorsqu'elle était tenue de le faire en vertu d'une clause contractuelle, de son changement de contrôle.

9.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de Caméléon Software ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

La Société a conclu un contrat de travail avec Madame Françoise Asparre et Monsieur Jacques Soumeillan prévoyant au bénéfice de chacun d'eux, le versement d'une indemnité calculée comme suit :

- Monsieur Jacques Soumeillan bénéficiera d'une indemnité contractuelle de rupture (sauf licenciement pour faute grave ou lourde) égale à 24 mois de salaire brut en cas de rupture au cours des 24 mois suivant la date de prise d'effet de son contrat, réduite à 18 mois de salaire brut si la rupture intervient après ce délai.
- Madame Françoise Asparre bénéficiera d'une indemnité contractuelle de rupture égale à 9 mois de salaire brut, qui lui sera versée en cas de départ à la retraite ou de rupture du contrat de travail, quelle qu'en soit la cause.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas au sein de la Société ou de ses filiales d'autre accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société.

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

10.1 Travaux d'évaluation

L'évaluation de la Société est réalisée à la date du 30 juin 2014, date d'échéance du premier semestre de son exercice 2014. L'évaluation a été réalisée à travers des comptes audités au 30 juin 2014.

Les comptes consolidés de Cameleon sont établis selon le référentiel IFRS.

10.2 Méthodes d'évaluation

Méthodes retenues :

Afin d'établir une fourchette d'évaluation par action Cameleon au 30 juin 2014, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) La méthode DCF : Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'actif économique d'une société en actualisant au coût moyen pondéré du capital l'ensemble des flux de trésorerie disponibles prévisionnels. La valeur attribuable aux actionnaires est ensuite obtenue en déduisant le montant de l'endettement net de la société. Elle permet d'appréhender la valeur intrinsèque de la société à évaluer sur la base de son plan d'affaires en tenant compte de ses caractéristiques propres, notamment en termes de croissance, de rentabilité et d'investissements (la « **Méthode DCF** ») ;
- (ii) Les transactions récentes portant sur le capital de la Société : Pros a réalisé une opération public d'achat sur les titres de la Société en janvier 2014 à un prix de 2,05 € par action avec un complément de prix de 0,15 € par action dans l'hypothèse où l'Initiateur franchirait le seuil des 95,0% des droits de vote avant le 31 décembre 2014, soit 2,20 € par action. Lors de cette Opération, Pros a acquis 9 873 381 actions Cameleon, soit 84,4% du capital de la Société. Aucune autre opération significative n'a été réalisée sur le capital de la Société ces 24 derniers mois.

Références d'évaluation :

Par ailleurs, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- (i) Une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de Cameleon (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- (ii) Une approche analogique par référence à des transactions sur les titres de sociétés dont l'activité est jugée comparable à celle de Cameleon (la « **Méthode des transactions comparables** ») ;
- (iii) Les objectifs de cours des analystes : L'unique analyste suivant la Société (Portzamparc) a arrêté sa couverture le 22 avril 2014, avec un objectif de cours de 2,10 € par action ;
- (iv) L'historique de cours de l'action Cameleon et les volumes échangés sur les douze derniers mois.

Méthodes écartées :

Nous écartons les méthodes suivantes jugées dans le cas de la Société non pertinentes :

- (i) L'actualisation des dividendes futurs (la « **Méthode DDM** ») : les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. La Société n'a pas versé de dividende au cours des cinq derniers exercices et ne projette pas de le faire pour les prochains exercices. Par ailleurs, ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires ;
- (ii) La méthode de l'actif net réévalué (la « **Méthode de l'ANR** ») consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs. Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société de services informatiques, dont les actifs sont principalement immatériels (capital humain, relations clients). Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs ;
- (iii) L'actif net comptable (la « **Méthode de l'ANC** ») : L'actif net comptable de la Société au 30 juin 2014 est de 5,1 M€. Du fait de l'exercice des BSAR en juillet 2014, il convient d'inclure la prime d'émission liée à la conversion de 1,7 M€. L'actif net comptable retenu est de 6,8 M€, soit 0,48 € par action (sur la base de 14 041 096 actions, après déduction des 17 626 actions détenues en propre au 1 juillet 2014). Il s'élevait à 5,6 M€, soit 0,49 € par action au 31 décembre 2013 (sur la base de 11 685 026 actions hors auto-détention). La diminution de l'actif net constatée entre le 31 décembre 2013 et le 30 juin 2014 est liée au résultat reconnu par la Société sur cette période.

10.3 Méthode DCF

Nous avons conduit une analyse DCF à partir du Plan d'Affaires communiqué par Cameleon, qui recouvre l'exercice en cours et les quatre suivants jusqu'au 31 décembre 2017. Comme indiqué en section IV, ces anticipations ont été prolongées jusqu'au 31 décembre 2024.

Les hypothèses clés retenues dans la détermination des données financières prospectives sont présentées ci-après.

10.3.1 Principales hypothèses des données prévisionnelles du Plan d'Affaires

Les données financières prévisionnelles sont établies sur la base du périmètre d'activité existant au 30 juin 2014, sans prise en compte d'éventuelles opérations futures de croissance externe.

Le Plan d'Affaires transmis a été établi sans tenir compte des éventuelles synergies qui pourraient résulter d'une intégration complète avec l'Initiateur et dont il nous a été indiqué qu'elles n'avaient pas été mesurées.

Des révisions ont été apportées par rapport au Plan d'Affaires établi à l'automne 2013 et dont certains agrégats sont extériorisés dans la note d'information et note en réponse du 11 novembre 2013 établi pour l'offre publique d'achat de Pros.

Ces révisions sont motivées par un changement de contexte économique et commercial et une exécution moins forte que prévue se traduisant notamment par les pertes extériorisées lors du 1^{er} semestre 2014. Nous avons mis en perspective les deux Plan d'Affaires et effectué une revue critique dans le cadre de cette évaluation.

En 2013, Cameleon a connu une hausse de son chiffre d'affaires de l'ordre de 26,4% et a dégagé un résultat net de 0,5 M€ contre 0,6 M€ en 2012. La Société dispose d'une forte trésorerie nette positive du fait de son excédent structurel en fonds de roulement.

Le Plan d'Affaires anticipe une croissance de Cameleon qui devrait permettre à la Société de retrouver un niveau de marge nette positif à horizon 2015. Par ailleurs, la marge d'exploitation est estimée négative pour l'année 2014, compte tenu notamment des frais liés au rapprochement avec Pros et de transition vers un modèle SaaS marqué par une baisse de vente de licences.

Les principaux relais de croissance extériorisés par le Plan d'Affaires sont les suivants :

- augmentation significative de la taille unitaire des nouveaux contrats SaaS expliqué par la signature de contrats portant sur un plus grand nombre d'utilisateurs ;
- transition de l'activité vers un modèle SaaS.

Nous avons retenu quelques prudences pour retranscrire les risques d'exécution et le contexte de marché actuel. Aussi l'envergure retenue des contrats est moindre et nous faisons converger la taille de ceux-ci vers l'ambition initiale du Management à l'horizon du Plan d'Affaires.

Après application de ces prudences, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires ressort à 11,4% sur la période 2013 - 2017 compte tenu de la baisse anticipée en 2014 (il ressort originellement à 13,9% sur la période 2013 - 2017).

Les principales charges supportées par la Société sont les suivantes :

Coûts des produits vendus :

Le coût des produits vendus est déterminé pour chaque type de prestations vendues : Licence, SaaS, Maintenance et Services. Nous avons retenu par prudence, une convergence de la structure de coûts actuelle vers une structure cible en vigueur dans l'industrie du logiciel présentée ci-après. Nous nous sommes aussi assuré de la pertinence de ces chiffres au regard de l'historique de la Société.

<u>Coûts des ventes (% du CA)</u>	
Licence	2,0%
SaaS	20,0%
Maintenance	15,0%
Services	70,0%

Sources : Société, analyse DA

Frais généraux :

Les frais généraux progressent concomitamment avec la hausse de l'activité mais restent maintenus en pourcentage du chiffre d'affaires à leur niveau historique constaté en 2012.

Salaires et efforts marketing :

Dans un contexte plus concurrentiel à la suite de la concentration du marché, l'effort marketing est significativement accru pour correspondre au contexte présent. La Société anticipe aussi des recrutements pour structurer son activité et affirmer son ambition internationale.

Nous avons retenu une légère prudence sur l'ambition de recrutement lié notamment à la rareté des profils clés recherchés.

Recherche & développement :

L'effort en recherche & développement est maintenu à un niveau élevé en pourcentage du chiffre d'affaires, supérieur à ceux de l'exercice 2012 et 2013.

Après application de ces prudences, la marge d'excédent brut d'exploitation (« EBITDA »), après prise en compte de la participation des salariés, est en progression sur la durée du Plan d'Affaires mais reste négative en 2014 pour atteindre environ 10,7% du chiffre d'affaires en 2017. Ce redressement des marges par rapport à celles constatées en 2013 et attendu en 2014 est en partie due à l'arrêt de charges opérationnelles liées au processus de consolidation de l'actionnariat de la Société via un partenaire industriel lancé en novembre 2012.

Sur la période 2014 - 2017, les investissements représentent en moyenne 1,1% du chiffre d'affaires.

Le besoin en fonds de roulement (« BFR »), exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, est estimé en diminution pour atteindre -10,7% sur la période 2014-2017 (-13,3% en 2013).

10.3.2 Données prévisionnelles étendues

Nous avons prolongé les agrégats financiers issus du Plan d'Affaires jusqu'au 31 décembre 2024. Les données financières estimées sur cette période complémentaire de 6 ans résultent notamment des hypothèses suivantes :

- ▶ Convergence du taux de croissance annuel du chiffre d'affaires vers le taux de croissance à l'infini retenu (2,0% - cf. section VII.2.d ci-dessous) ;
- ▶ Croissance linéaire de la marge d'EBITDA (après participation des salariés) de 4,5 points pour atteindre 11,2% à l'issue de la période ;
- ▶ Convergence relative des dotations aux amortissements vers les montants d'investissements ;
- ▶ Investissements et besoin en fonds de roulement maintenus constants en pourcentage du chiffre d'affaires, à respectivement 1,1% et -10,7% (moyennes constatées sur la période 2009 - 2013).

10.3.3 Taux de croissance retenu au terme de la période 2014 - 2024

La mise en œuvre de la Méthode DCF nécessite de déterminer un flux de trésorerie normatif à l'issue de la période prévisionnelle et de lui associer un taux de croissance annuelle cohérent avec le rythme de croissance nominale à long terme anticipé sur le secteur d'activité de la Société.

Le flux normatif est calculé sur la base d'une marge d'excédent brut d'exploitation identique à celle estimée en 2024 ; il reflète également la convergence relative à long terme des montants d'investissements et de dotations aux amortissements.

Le taux de croissance à l'infini retenu de 2,0% permet de déterminer une valeur terminale à fin décembre 2024 par la formule de Gordon-Shapiro.

10.3.4 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital qui ressort à 10,98% avec les paramètres indiqués ci-après :

- ▶ un taux sans risque correspondant au taux d'emprunt de l'Etat français à 10 ans (OAT) de 1,62% (moyenne 3 mois au 28 août 2014 - source : Bloomberg) ;
- ▶ un bêta de l'actif économique de 1,09 déterminé à partir des bêtas historiques observés sur un échantillon de sociétés françaises cotées d'éditions de logiciels et de services informatiques, sur une période de 2 ans et relevés hebdomadairement (source : Bloomberg), et qui ont été corrigés des effets liés à la structure financière des entreprises. Le bêta de l'actif économique est ensuite ajusté afin de refléter la structure financière cible de la Société ;
- ▶ une prime de risque prospective de 8,59% correspondant à la moyenne des primes de risque déterminées à fin mai 2014, fin juin 2014 et fin juillet 2014 sur l'ensemble des sociétés composant l'indice CAC Small (source : DA – Produit d'Analyse de Risques) ;
- ▶ une structure financière cible dans laquelle l'endettement financier net est nul.

Les flux de trésorerie ont été appréhendés en milieu d'année pour les exercices prévisionnels, et actualisés au 30 juin 2014.

10.3.5 Eléments de passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des fonds propres

La Méthode DCF permet de déterminer une valeur d'entreprise (ou valeur d'actif économique) de Cameleon au 30 juin 2014.

La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des engagements portés par les établissements de crédit nets de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) le cas échéant, la valeur de la participation des actionnaires ayant un intérêt minoritaire dans certaines filiales du groupe consolidées globalement, (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme certain et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) d'autres éléments hors exploitation (dettes exigibles nettes d'autres actifs liquides) inscrits dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2014.

La Société présente un excédent en fonds de roulement structurel du fait de l'encaissement à l'avance des revenus de maintenance et de l'activité SaaS. Ces produits constatés d'avance ne sont pas distribuable à l'actionnaire bien que leurs encaissements génèrent de la trésorerie. Ils sont donc retraités de la trésorerie excédentaire. Par ailleurs, les produits financiers relatifs à l'excédent en fonds de roulement sont attribués aux actionnaires de la Société.

La Société a enregistré la conversion de 2 365 070 Bons de Souscription d'Action Remboursables (ci-après « **BSAR** ») entre le 1^{er} juillet 2014 et leur échéance le 17 juillet 2014 pour un prix unitaire d'émission de 0,72 €.

Les montants retenus pour ces éléments au 30 juin 2014 sont les suivants :

- trésorerie nette excédentaire	4,1 M€
- provisions à caractère de dette, nettes de l'impact de la déductibilité fiscale des charges correspondantes	- 0,5 M€
- conversion des BSAR	+ 1,7 M€
- autres dettes exigibles, nettes d'autres actifs liquides hors exploitation (dont valeur actuelle des déficits fiscaux reportables, actions Cameleon détenues en propre, soit 17 626 titres évalués au prix de l'Offre)	+ 3,0 M€
Total à ajouter / (déduire) de la valeur de l'actif économique	+ 8,3 M€

Ces éléments représentent un montant total de 8,3 M€, qui est retenu en augmentation de la valeur de l'actif économique dans l'appréciation de la valeur des fonds propres de Cameleon.

Nombre d'actions : les titres Cameleon détenus en propre étant évalués au prix de l'Offre, notre analyse prend en compte l'intégralité des actions composant le capital social de la Société hors auto-détention, soit 14 041 096 actions. Au 30 juin 2014, il n'existe par ailleurs aucun instrument de nature dilutive.

10.3.6 Résultats de la Méthode DCF

L'analyse DCF conduite permet de déterminer une valeur d'actif économique totale de 17,6 M€.

Après déduction des engagements détaillés à la section VII.2.e, la valeur des capitaux propres de Cameleon ressort à 25,9 M€, soit 1,84 € par action.

Une diminution de 0,5% du taux de croissance à l'infini associée à une augmentation de 0,5% du taux d'actualisation conduirait à une valeur de 1,77 € par action (-4,3%).

Une augmentation de 0,5% du taux de croissance à l'infini associée à une diminution de 0,5% du taux d'actualisation conduirait à une valeur de 1,93 € par action (+4,8%).

Nous retenons les valeurs correspondant à cette sensibilité de $\pm 0,5\%$ sur le taux d'actualisation et sur le taux de croissance à l'infini comme bornes de notre fourchette d'évaluation des capitaux propres par la Méthode DCF, soit une fourchette comprise entre 1,77 € et 1,93 € par action Cameleon.

10.3.7 Analyse de liquidité des actions gratuites

Les actionnaires dirigeants, Messieurs Jacques Soumeillan et Thibault de Bouville et Madame Françoise Asparre, sont propriétaires de 550 000 actions qui ont été attribuées gratuitement et dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

L'Initiateur a conclu lors de l'Offre Publique d'Achat déposée en novembre 2013 avec les titulaires d'actions gratuites un contrat de liquidité comportant d'une part une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires exerçable pendant 3 mois à compter de la fin de la période d'indisponibilité fixée le 22 juin 2015 et d'autre part une promesse de vente consentie par les titulaires au bénéfice de l'Initiateur, exerçable par ce dernier pendant 5 ans à compter de la signature du contrat de liquidité, soit le 25 octobre 2018 (ci-après la « **Promesse** »).

Le prix de la Promesse est défini en fonction du prix de l'Offre par la formule suivante :

$$P = \text{Prix de l'Offre} \times 1 + ((\text{Taux de croissance T3} - \text{Taux de croissance T2}) \times \text{Ratio de valeur})$$

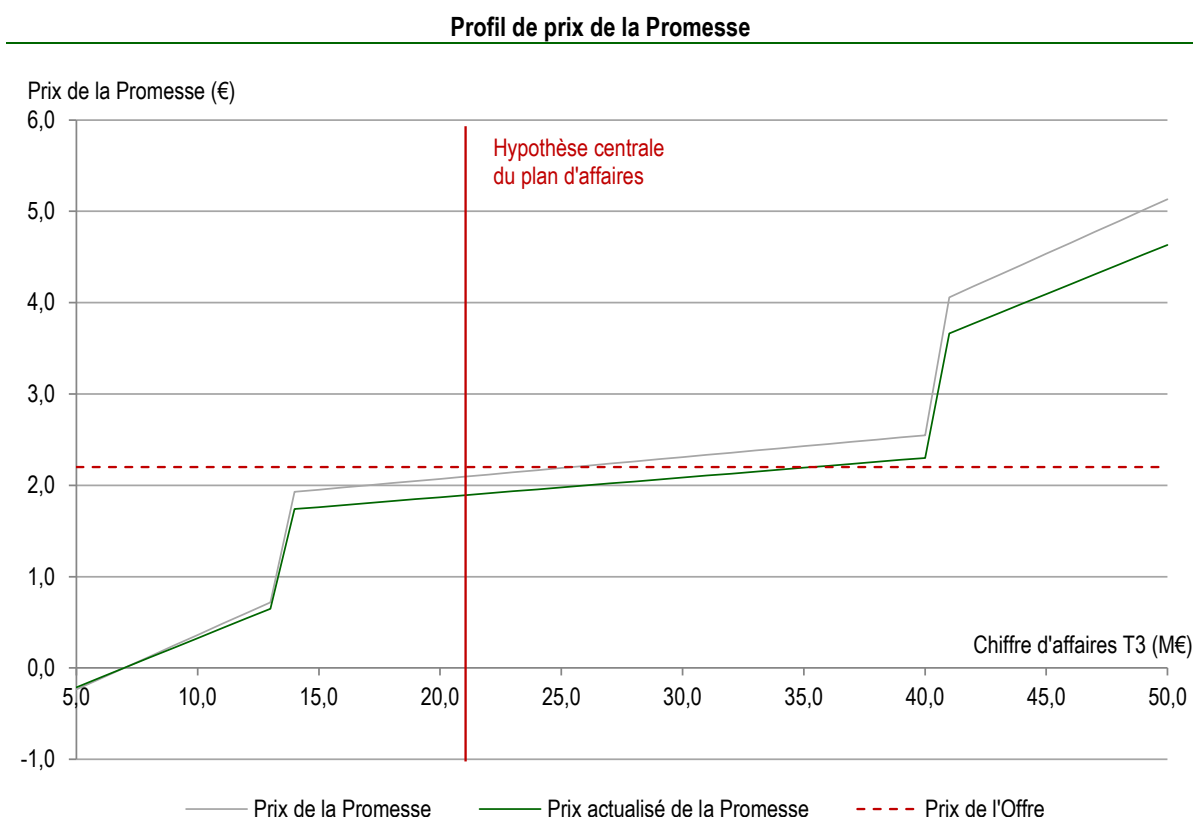
Les différents éléments de la formule sont définis de la manière suivante :

- ▶ P correspond au prix de la Promesse ;
- ▶ le prix de l'Offre qui est de 2,20 € ;
- ▶ le Taux de croissance T3 correspond à la croissance entre le chiffre d'affaires réalisé durant la période de 18 mois de juillet 2012 à décembre 2013 (T2) et celui réalisé de janvier 2014 à juin 2015 ;
- ▶ le Taux de croissance T2 correspond à la croissance entre le chiffre d'affaires réalisé durant la période de 18 mois de janvier 2011 à juin 2012 (T1) et celui réalisé de juillet 2012 à décembre 2013 ;
- ▶ le Ratio de valeur est égal à 100% si le chiffre d'affaires réalisé au cours des 18 mois de la période courant de janvier 2014 à juin 2015 (T3) est inférieur ou égal à 13,4 M€, il est égal à 20% si ce même chiffre d'affaires est compris entre 13,4 M€ et 40,5 M€, et à 100% si ce chiffre d'affaires est supérieur à 40,5 M€.

Les chiffres d'affaires des périodes T1 et T2 sont fixés, ils s'élèvent respectivement à 13,4 M€ et 18,5 M€ ce qui correspond à un taux de croissance T2 de 37,8%. Seul le chiffre d'affaires réalisé au cours des 18 mois de la période courant de janvier 2014 à juin 2015 est inconnu, on sait cependant qu'il est égal à 5,9 M€ sur la période de 6 mois de janvier 2014 à juin 2014.

Le Prix de la Promesse a été actualisé sur 11,7 mois (correspondant à la période du 30 juin 2014 au 22 juin 2015) au taux de 11,03%.

Sous ces conditions, le profil de prix de la Promesse est représenté ci-dessous :



Source : Analyse DA

Le prix actualisé de la Promesse en fonction du chiffre d'affaires réalisé sur la période courant de janvier 2014 à juin 2015 est inférieur au prix de l'Offre proposé aux actionnaires actuels de Cameleon si le chiffre d'affaires de la période T3 est inférieur à 36,0 M€, autrement dit si le chiffre d'affaires réalisé de juillet 2014 à juin 2015 est inférieur à 30,1 M€ compte tenu des 5,9 M€ de chiffre d'affaire déjà réalisé sur les six premiers mois de la période T3.

Pour un chiffre d'affaires T3 réalisé de 21,0 M€, correspondant à l'hypothèse centrale du plan d'affaires, le prix actualisé de la Promesse ressort à 1,89 € par action. Une diminution de 10,0% de l'hypothèse centrale du plan d'affaires conduirait à un prix actualisé de la Promesse de 1,85 € (-2,4%) par action. Une augmentation de 10,0% de l'hypothèse centrale du plan d'affaires conduirait à un prix actualisé de 1,94 € (+2,4%) par action.

Nous retenons les valeurs correspondant à cette sensibilité de $\pm 10,0\%$ sur l'hypothèse centrale du plan d'affaires comme bornes de notre fourchette de prix de la Promesse, soit une fourchette comprise entre 1,85 € et 1,94 € par action Cameleon.

Compte tenu des conditions de mise en œuvre du contrat de liquidité, ce dernier ne nous paraît pas présenter d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

10.4 Références d'évaluation

10.4.1 Méthode des comparables boursiers

En complément de la Méthode DCF, nous avons mis en œuvre la Méthode des comparables boursiers dont le principe est d'appliquer à certains agrégats comptables prévisionnels les multiples boursiers observés sur les mêmes agrégats d'un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et comparables à la société à évaluer.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

Une analyse approfondie n'a pas permis d'identifier de société cotée directement comparable à Cameleon Software présente sur le marché du CPQ et similaire en terme de taille et de rentabilité opérationnelle.

Par extension, nous avons dans un second temps recherché des sociétés cotées dans le domaine de l'édition de logiciel avec un modèle économique proche de celui de la Société.

Nous avons ainsi sélectionné des sociétés françaises d'éditions de logiciel remplissant les critères suivants :

- ▶ réaliser un chiffre d'affaires inférieur à 1,0 Md€ ;
- ▶ avoir une capitalisation boursière inférieure à 500 M€ ;
- ▶ avoir sa principale activité dans l'édition de logiciels (plus de 30% du chiffre d'affaires) et une importante activité de services associés ;
- ▶ réaliser une part significative de son activité dans le domaine du SaaS (plus de 10%).

Les sociétés retenues sont les suivantes :

Société (Place de cotation)	Capitalisation (M€ au 18/08/2014)	Chiffre d'affaires (Dernier exercice)	Activités
Axway (Paris)	454,7	237,5	- Maintenance : 45% du CA - Licences : 32% du CA - Services : 23 % du CA - Répartition géographique du CA : Amérique (38%), France (35%), Europe (24%), - CRM & données : 50% du CA - Santé : 32% du CA
Cegedim (Paris)	353,4	902,3	- Assurances & Services : 18 % du CA - Répartition géographique du CA : France (57%), EMEA (26%), Amérique (13%), Asie/Pacifique (4%)
Cegid Group (Paris)	282,8	259,9	-Maintenance : 43% du CA - Services : 24% du CA - SaaS : 16% - Licences : 14 % du CA - Répartition géographique du CA : France (57%), EMEA (26%), Amérique (13%), Asie/Pacifique (4%)
Coheris (Paris)	10,2	15,7	-Licences internes : 17% du CA -Maintenance : 44% du CA -Prestations associées : 39% du CA -Répartition géographique du CA : France (99,6%), Suisse (0,4%)
Prodware (Paris)	69,4	176,4	- Intégration : 51% du CA - Services : 34% du CA - Réseaux : 15% du CA - Licences : 14% du CA - Répartition géographique du CA : France (52%), Monde (48%).
Esker (Paris)	87,6	41,2	-Licences : 9% du CA -Maintenance : 22% du CA -Hardware : 2% du CA -Trafic SaaS : 53% du CA -Service : 15% du CA -Répartition géographique du CA : France (35%), EMEA(17%), Asie/Pacifique (7%), Etats- Unis (41%)
Sidetrade (Paris)	42,3	13,6	-Abonnement au service & intégration du progiciel : 75% du CA -Services Partagés, Audit, Conseil & Recouvrement : 25% du CA -Répartition géographique du CA : France (87%), Monde (13%)

Sources : Sociétés, Bloomberg

Nous avons ensuite complété notre analyse en sélectionnant des sociétés américaines actives dans le marché du CPQ et remplissant les critères suivants :

- ▶ réaliser un chiffre d'affaires inférieur à 1,0 Md€ ;
- ▶ avoir une capitalisation boursière inférieure à 1,0 Md€;
- ▶ avoir sa principale activité dans l'édition de logiciels (plus de 30% du chiffre d'affaires) et une importante activité de services associés ;
- ▶ réaliser une part significative de son activité dans le domaine du SaaS (plus de 10%).

Les sociétés retenues sont les suivantes :

Société (Place de cotation)	Capitalisation (M€ au 18/08/2014)	Chiffre d'affaires (Dernier exercice)	Activités
Callidus (Nasdaq)	364,2	82,2	-Abonnement & support : 73% du CA -Services : 27% du CA -Répartition géographique du CA : Etats-Unis (79%), EMEA (11%), Asie/Pacifique (5%), Autre (5%)
Constant contact (Nasdaq)	674,3	208,8	-Abonnement & support : 100% du CA -Répartition géographique du CA : non spécifiée, mais principalement aux Etats-Unis
Marketo (Nasdaq)	773,2	70,2	-Abonnement & support : 88% du CA -Services : 12% du CA -Répartition géographique du CA : Etats-Unis (85%), Monde (15%)
Pros Holdings (Nyse)	533,8	106,0	-Licence & intégration : 68% du CA -Maintenance et support : 32% du CA -Répartition géographique du CA : Etats-Unis (46%), Amériques (8%), EMEA (31%), Asie/Pacifique (15%)
Selectica (Nasdaq)	24,5	11,6	-Abonnement au service : 46% du CA -Maintenance : 33% du CA -Services : 21% du CA -Répartition géographique du CA : Etats-Unis (90%), Monde (10%)

Sources : Sociétés, Bloomberg

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT afin d'éviter les biais induits à la fois par les différences de rentabilité (multiple de chiffre d'affaires) et de structure financière (PER).

Néanmoins, les agrégats financiers prévisionnels 2014 ressortant du Plan d'Affaires en termes d'EBITDA et d'EBIT étant négatifs, la pertinence de la méthode des comparables boursiers est obérée. Nous ne présentons la méthode qu'à titre indicatif sans retenir de valeur susceptible de constituer une référence d'évaluation.

Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions d'analystes financiers (source : Thomson Research).

Comparables français :

Les principaux ratios opérationnels sont présentés ci-dessous :

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
				13R	14E	15E	13R	14E	15E	13R	14E	15E
Axway	France	454,7	428,4	5,9%	11,6%	10,5%	14,6%	17,0%	18,3%	11,4%	15,3%	16,8%
Cegedim	France	353,4	757,2	-2,1%	0,3%	0,7%	17,3%	17,6%	17,9%	2,8%	9,8%	10,5%
Cegid Group	France	282,8	356,7	0,7%	2,6%	2,3%	26,4%	25,6%	25,7%	11,9%	12,1%	12,5%
Coheris	France	10,2	15,7	-3,7%	4,8%	6,1%	-33,1%	12,2%	16,1%	-16,5%	-1,2%	3,4%
Prodware	France	69,4	95,7	23,0%	7,5%	5,3%	13,5%	17,8%	19,1%	6,9%	10,2%	11,2%
Esker	France	87,6	66,8	2,2%	6,7%	7,7%	9,4%	16,2%	17,1%	9,4%	9,8%	11,1%
Sidetrade	France	42,3	34,2	4,5%	6,4%	13,8%	26,3%	20,8%	18,2%	20,5%	13,5%	13,7%
Moyenne				4,4%	5,7%	6,6%	10,6%	18,1%	18,9%	6,6%	9,9%	11,3%

Sources : Sociétés, Bloomberg, analyse DA

Les multiples boursiers, calculés sur la base des cours de bourse moyens 3 mois au 18 août 2014, sont indiqués ci-après :

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	CA x			EBITDA x			EBIT x		
				13R	14E	15E	13R	14E	15E	13R	14E	15E
Axway	France	454,7	428,4	1,80x	1,62x	1,46x	12,3x	9,5x	8,0x	15,8x	10,5x	8,7x
Cegedim	France	353,4	757,2	0,84x	0,84x	0,83x	4,9x	4,8x	4,6x	29,6x	8,6x	7,9x
Cegid Group	France	282,8	356,7	1,37x	1,34x	1,31x	5,2x	5,2x	5,1x	11,5x	11,1x	10,5x
Coheris	France	10,2	15,7	1,00x	0,96x	0,90x	ns	7,9x	5,6x	ns	ns	26,2x
Prodware	France	69,4	95,7	0,54x	0,50x	0,48x	4,0x	2,8x	2,5x	7,8x	5,0x	4,3x
Esker	France	87,6	66,8	1,62x	1,52x	1,41x	17,2x	9,4x	8,2x	17,2x	15,5x	12,7x
Sidetrade	France	42,3	34,2	2,52x	2,37x	2,08x	9,6x	11,4x	11,4x	12,3x	17,5x	15,2x
Moyenne				1,39x	1,31x	1,21x	8,9x	7,3x	6,5x	15,7x	11,4x	12,2x

Sources : Sociétés, Bloomberg, analyse DA

L'application des multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT dans les tableaux ci-dessus aux agrégats 2013 et 2015 font ressortir une fourchette de valeur comprise entre 1,15 € et 1,20 € par action Cameleon.

Cette fourchette de valeur doit être appréhendée dans les limites soulignées précédemment. Aussi, elle n'est pas retenue à titre de référence d'évaluation.

Comparables américains :

Les principaux ratios opérationnels sont présentés ci-dessous. Les sociétés de notre échantillon sont toutes de taille très supérieure à Cameleon et possèdent des taux de croissance et de rentabilité assez éloignés. Nous ne pouvons donc extérioriser une valeur à partir des sociétés américaines sélectionnées.

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	Croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
				13R	14E	15E	13R	14E	15E	13R	14E	15E
Callidus	USA	364,2	346,0	18,3%	15,7%	15,9%	-2,1%	8,6%	9,5%	-10,4%	2,4%	5,3%
Constant Contact	USA	674,3	734,6	13,2%	15,8%	14,4%	10,7%	14,1%	17,5%	2,9%	7,9%	9,3%
Marketo	USA	773,2	684,5	64,2%	47,4%	30,6%	-44,0%	-23,0%	-12,2%	-48,8%	-29,3%	-18,1%
Pros Holdings	USA	533,8	501,2	23,0%	30,3%	18,9%	5,4%	13,6%	16,9%	2,4%	-0,1%	-0,1%
Selectica	USA	24,5	40,4	-10,1%	61,6%	30,2%	-56,5%	nc	nc	-57,9%	-31,0%	-7,9%
Moyenne				21,7%	34,2%	22,0%	-17,3%	3,3%	7,9%	-22,3%	-10,0%	-2,3%

Sources : Sociétés, Bloomberg, analyse DA

Les multiples boursiers, calculés sur la base des cours de bourse moyens 3 mois au 18 août 2014, sont indiqués ci-après et présentés uniquement à titre indicatif :

	Pays	Capi. (MEUR)	VE (MEUR)	CA x			EBITDA x			EBIT x		
				13R	14E	15E	13R	14E	15E	13R	14E	15E
Callidus	USA	364,2	346,0	4,21x	3,64x	3,14x	ns	42,2x	33,0x	ns	151,1x	58,7x
Constant Contact	USA	674,3	734,6	3,52x	3,04x	2,66x	32,9x	21,6x	15,2x	121,0x	38,4x	28,6x
Marketo	USA	773,2	684,5	9,75x	6,62x	5,07x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Pros Holdings	USA	533,8	501,2	4,73x	3,63x	3,05x	87,3x	26,6x	18,1x	193,6x	ns	ns
Selectica	USA	24,5	40,4	3,50x	2,16x	1,66x	ns	nc	nc	ns	ns	ns
Moyenne				5,14x	3,82x	3,12x	60,1x	30,1x	22,1x	157,3x	94,7x	43,7x

Sources : Sociétés, Bloomberg, analyse DA

10.4.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples induits par les transactions récentes – dont les conditions financières ont été rendues publiques – sur le capital de sociétés comparables intervenant dans le même secteur d'activité.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons identifié les transactions suivantes dans le secteur du CPQ :

- acquisition de Big Machines par Oracle en octobre 2013 ;
- acquisition de Webcom par Callidus en octobre 2011 pour 106 M\$.

Les informations disponibles au sujet de ces transactions sont trop lacunaires pour extérioriser des valeurs.

Néanmoins, à l'instar de la méthode des comparables boursiers, nous avons retenu à titre indicatif un échantillon de transactions d'entreprises de logiciels. Cet échantillon regroupe des transactions réalisées depuis 2007 dans des secteurs d'activités et sur le capital de sociétés présentant des similitudes sectorielles et de rentabilité.

Les informations disponibles nous ont permis de calculer les multiples implicites d'EBITDA et d'EBIT suivants :

Date	Cible		Acquéreur				Multiples (Historique) ⁽³⁾				Marges (Historique)		
	Nom	Pays		% acquis	Offre ⁽¹⁾	VE ⁽²⁾	CA	EBITDA	EBIT	RN	EBITDA	EBIT	RN
17-avr.-14	Systar	France	Axway Software	100,0%	56	51	2,70x	14,8x	ns	ns	18,2%	ns	ns
20-déc.-11	InfoVista	France	Project metro Acquco	100,0%	81	70	1,54x	12,6x	16,9x	20,8x	12,2%	9,1%	8,5%
23-sept.-11	Efront	France	EFR Holdings	23,8%	67	78	2,88x	ns	26,9x	34,9x	ns	10,7%	7,1%
11-avr.-11	SmartFocus	Royaume-Uni	Emailvision	100,0%	27	24	1,48x	13,1x	21,8x	ns	11,3%	6,8%	4,1%
21-janv.-11	Axway Software	France	Sopra Group	73,7%	419	447	2,14x	15,4x	17,5x	15,8x	13,9%	12,3%	12,8%
2-août-10	Emailvision	Royaume-Uni	EMV Holdco	58,9%	78	78	2,67x	ns	ns	ns	ns	2,5%	ns
Moyenne							2,23x	14,0x	20,8x	23,8x	13,9%	8,3%	8,1%

Source : Mergermarket

(1) Offre : prix pour 100% des actions cibles

(2) VE : Valeur d'entreprise implicite (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation)

(3) CA, EBITDA, EBIT : multiples de Valeur d'Entreprise. Résultat Net (RN) : multiple de Valeur des Fonds Propres

Les agrégats financiers prévisionnels 2014 ressortant du Plan d'Affaires en termes d'EBITDA et d'EBIT étant négatifs, la pertinence de la méthode des transactions comparables est obérée.

L'application des multiples moyens d'EBITDA et d'EBIT dans les tableaux ci-dessus aux agrégats 2013 et 2015 font ressortir une fourchette de valeur comprise entre 1,47 € et 1,62 € par action Cameleon.

10.4.3 Performance boursière

Nous avons retenu comme période de référence pour les performances boursières la période de douze mois se terminant le 28 août 2014. Cette période est marquée par l'Offre Publique d'Achat de Pros sur les actions de la Société ouverte du 15 novembre au 19 décembre 2013 et réouverte du 8 au 21 janvier 2014 à un prix de 2,05 € par action assorti d'un complément de prix de 0,15 €, soit un prix total de 2,20 € par action, dans l'hypothèse où Pros franchirait le seuil des 95,0% des droits de vote de la Société au plus tard le 31 décembre 2014.

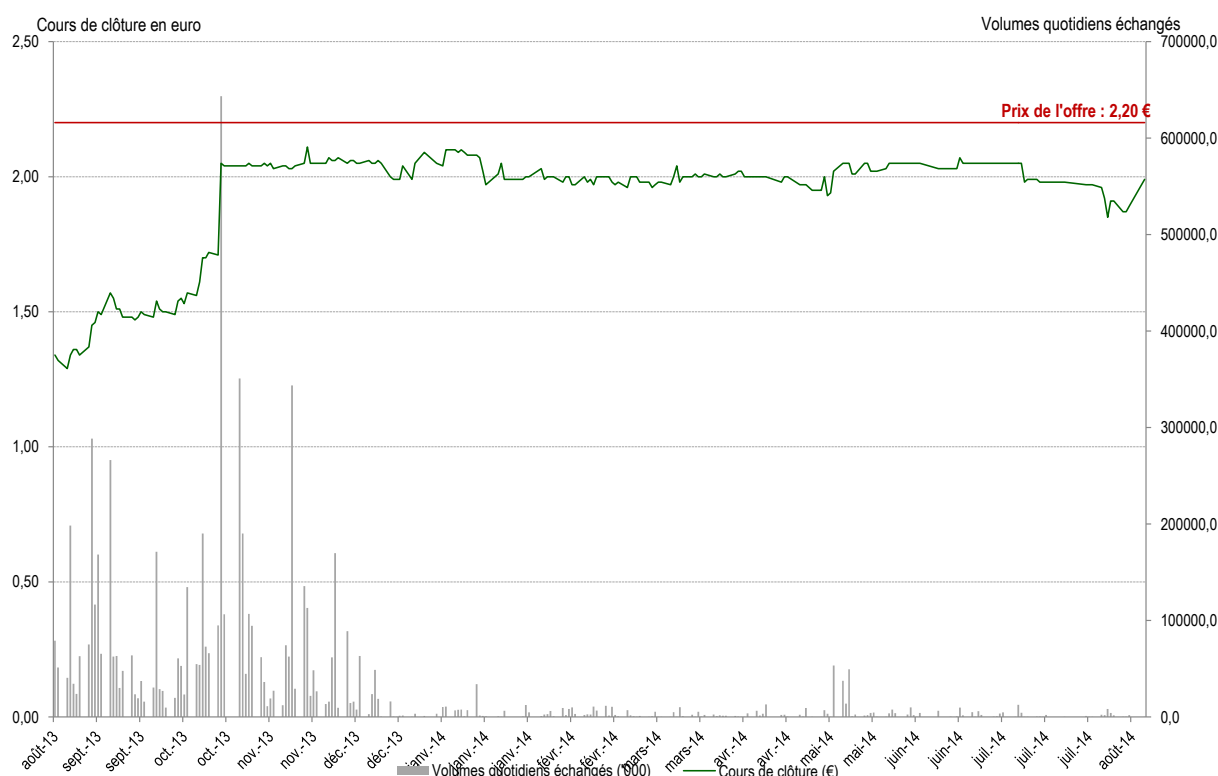
Au cours des six mois précédent le 28 août 2014, 442 373 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 3,80% du capital.

Cameleon n'est plus suivi par les analystes financiers depuis le 22 avril 2014 et ne fait pas l'objet de recommandations boursières. Son flottant est par ailleurs très faible. Par ailleurs, le contrat de liquidité a été suspendu le 22 avril 2014.

Dans ces conditions, le caractère représentatif de la performance du titre sur les douze derniers mois demeure incertain.

Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse de clôture ainsi que les volumes d'échange entre le 29 août 2013 et le 28 août 2014 (jour précédent le communiqué annonçant l'Offre) :

Cours de bourse de Cameleon sur 1 an au 28 août 2014 et volumes quotidiens échangés



Sources : Bloomberg, analyse DA

Nous présentons ci-après les historiques de cours de clôture, de volumes d'échange ainsi que les valeurs d'échanges les plus élevées et les plus basses enregistrées entre le 29 août 2013 et le 28 août 2014. Aucune transaction n'a eu lieu sur le titre entre le 23 août 2014 et le 28 août 2014 :

Date	A la date du 28 août 2014	Volumes échangés sur la période
A la clôture au 28 août 2014	1,99	0
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse	1,89	2 062
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse	1,89	21 858
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois	2,02	131 043
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois	2,02	442 373
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois	1,76	7 409 587
Plus haut 12 mois	21-nov.-13	2,11
Plus bas 12 mois	4-sept.-13	1,29

Source : Bloomberg

Aucun cours de clôture entre le 29 août 2013 et le 28 août 2014 n'a ainsi été supérieur au prix de l'Offre.

11. ANALYSE DES TRAVAUX DU CONSEIL DE L'INITIATEUR

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Bryan, Garnier & Co. en qualité de banquier évaluateur. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information déposé par Pros auprès de l'AMF.

Plusieurs échanges sont intervenus entre DA et Bryan, Garnier & Co. sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société antérieurement au dépôt de la note d'information.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation sont identiques :

Méthode DCF

Bryan, Garnier & Co. retient la méthode DCF à titre principal.

Les agrégats et flux d'exploitation utilisés dans l'évaluation sont basés sur le Plan d'Affaires de la Société couvrant la période 2014-2017 sans effectuer de retraitement. Bryan, Garnier & Co. a modélisé ensuite une période d'atterrissage allant de 2018 à 2022 pour aboutir sur une marge brute d'exploitation normative de 11,0% et un taux de croissance normatif de 1,5% en 2022.

La fourchette de valeur issue de la méthode DCF retenue par Bryan, Garnier & Co. ressort entre 1,62 € et 1,77 € par action, soit une valeur proche de celle que nous calculons (entre 1,86 € et 2,03 € par action).

La différence d'environ 0,2 € par action provient de la prise en compte par Bryan, Garnier & Co. d'un taux de croissance à l'infini inférieur (1,5% contre 2,0%) et une marge normative inférieure (11,0% contre 11,2%) aux valeurs que nous retenons.

La Méthode DCF extériorise une prime comprise entre 25,0% et 36,9% par rapport au prix de l'Offre.

Transactions récentes sur le capital

Bryan, Garnier & Co. retient la méthode des transactions récentes sur le capital à titre principal. Les dernières transactions récentes sur le capital ayant eu un impact significatif retenues sont les suivantes :

- l'acquisition par Pros d'un total de 9 873 381 actions de la Société par le biais de l'offre publique d'achat du 15 novembre au 21 janvier 2014, à un prix de 2,05 € par action assorti d'un complément de prix de 0,15 €, soit un prix total par action de 2,20 € dans l'hypothèse où Pros franchirait le seuil de 95,0% des droits de vote de Cameleon avant le 31 décembre 2014 ;
- l'acquisition sur le marché entre le 20 mars 2014 et le 11 juillet 2014 d'un total de 311 265 actions de la Société, soit 2,66% du capital, dans une fourchette de prix comprise entre 1,98 € et 2,05 € par action pour un prix moyen de 2,03 € par action.

Ces transactions extériorisent une prime comprise entre 0,0% et 7,7% par rapport au prix de l'Offre.

Méthodes analogiques

Bryan, Garnier & Co. ne retient aucune méthode analogique pour extérioriser une valeur de la Société.

Les transactions comparables sont exclues du fait de l'absence d'échantillon de transactions comparables dont les multiples soient renseignés mais Bryan, Garnier & Co. avait identifié l'acquisition de Webcom par Calidus en octobre 2011 et BigMachines par Oracle en octobre 2013.

Par ailleurs, Bryan, Garnier & Co. présente uniquement à titre indicatif, sans en déduire une valeur par action qui résulterait de l'application des niveaux observés, la méthode des comparables boursiers.

L'échantillon de comparables boursiers retenu par Bryan, Garnier & Co. est plus large que celui que nous retenons et comporte uniquement des sociétés françaises éditrices de logiciels ayant une capitalisation boursière inférieure à 500 millions d'euros. Il inclut notamment les sociétés Pharmaguest, Lectra, Linedata, ESI Group et IGE+XAO.

La méthode a été écartée à cause des pertes attendues sur l'exercice 2014 sur les agrégats financiers d'EBITDA, EBIT et Résultat Net. A titre indicatif, Bryan, Garnier & Co. note que le multiple le plus pertinent est celui d'EBIT. Le multiple VE / CA n'est pas appliqué puisqu'il ne permet pas de tenir compte des profils de rentabilité distincts des sociétés de l'échantillon.

Approche boursière

Bryan, Garnier & Co. retient comme référence, le cours spot au 22 août 2014 (dernier cours avant la date précédant l'annonce de l'Offre) ainsi que les moyennes pondérées sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an au 22 août 2014 et le minimum et maximum sur la période du 23 août 2013 au 22 août 2014. Le prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à ces moyennes pondérées.

12. CONCLUSION

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de Cameleon Software est présentée ci-dessous :

	Fourchette de valeurs des fonds propres par action	
Méthodes d'évaluation	Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre de 2,20€ par action	

<u>Méthodes retenues à titre principal</u>	<u>Borne basse</u>	<u>Borne haute</u>
DCF au 30 juin 2014	1,77 24,3%	1,93 14,0%
Transactions sur le capital	2,05 7,3%	2,20 0,0%
<u>Méthodes retenues à titre de référence</u>		
Transactions comparables	1,47 49,7%	1,62 35,8%
Cours de bourse - Moyennes 20 jours et 6 mois au 28 août 2014	1,89 16,4%	2,02 8,9%
Objectif de cours analystes	2,10 4,8%	2,10 4,8%

Source : Analyse DA

L'Offre au prix de 2,20 euros par action Cameleon est supérieure d'environ 18% par rapport à la valeur centrale par action estimée par la Méthode DCF à 1,84 € au 30 juin 2014.

Par ailleurs, le prix se situe au-dessus des valeurs extériorisées par les méthodes analogiques offrant une prime de plus de 9% et un prix supérieur à la moyenne des cours de bourse pondérée sur 6 mois de plus de 8%. Comparé à la moyenne des cours pondérée sur 20 séances, le prix de l'Offre extériorise une prime de plus de 16%.

Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 2,20 euros par action Cameleon proposé par Pros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Cameleon dans le cadre de la présente Offre.

Fait à Paris, le 12 septembre 2014

Philippe Leroy

Associé

DETROYAT ASSOCIES

Annexes

Annexe A : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par DA au cours des 24 mois précédant sa désignation

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Orosdi	CEREP Investissement France	Oddo Corporate Finance
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée	Alpha Mos		Rochefort & Associés
Juillet 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait	Carrefour Property Development	CRFP13	Natixis
Septembre 2012	Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée	Vergnet		Crédit du Nord
Septembre 2012	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Foncière Europe Logistique	Foncière des Régions	BNP Paribas CACIB

Annexe B : Equipe DA

- ▶ Philippe Leroy – Associé (signataire) – Diplômé de l'ESSEC, il dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint DA en 2005.
- ▶ Aurélien Bricout – Directeur adjoint – Diplômé de HEC Paris et de la Copenhagen Business School, il a rejoint DA en 2013 après des expériences en fusions & acquisitions chez DC Advisory (ex-Close Brothers) et en restructurations financières chez Houlihan Lokey ainsi qu'en fonds d'investissement.
- ▶ Viet Do-Quy – Analyste financier senior – Diplômé d'un Master de l'ESCP Europe et d'une Maîtrise d'économie de l'Université Paris-Est, il a rejoint DA en 2013 après des expériences en fusions acquisitions chez Benoit & Associés et Rothschild & Cie.
- ▶ Nicolas Billiotte – Analyste financier – Diplômé de l'Ecole Polytechnique, il a rejoint DA début 2014 après un MSc en Strategic Management de HEC Paris.
- ▶ Jérôme Gonon – Directeur (contrôle qualité) – Diplômé du Mastère Ingénierie Financière de l'EM Lyon et titulaire du DESCF (Diplôme d'Etudes Supérieures Comptables et Financières). Il a rejoint DA en 2008 après deux ans en audit chez Orial et huit ans dans les équipes fusions acquisitions de la Société Générale.

Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

Cameleon Software

- ▶ Thibault de Bouville (VP Finance EMEA)
- ▶ Sophie Charpentier-Courtiol (Juriste d'entreprise)

Bryan, Garnier & Co., banquier évaluateur

- ▶ Christian Finan (Director – Bryan, Garnier & Co.)
- ▶ Vincent Gasne (Director – Bryan, Garnier & Co.)
- ▶ Jean-Baptiste Celard (Associate – Bryan, Garnier & Co.)

Annexe D : Principales sources d'information

Documents	Source
Statuts de Cameleon	Cameleon
Rapport semestriel 2014	Cameleon
Rapports annuels de la Société des trois exercices 2011, 2012 et 2013	Information publique
Note relative à l'Opération sur Cameleon déposé par Pros en 2013	Information publique

Annexe E : Diligences effectuées

Nous avons conduit notre mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- ▶ Prise de connaissance de l'Offre et de son contexte
- ▶ Collecte des informations nécessaires à la réalisation de la mission
- ▶ Analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel
- ▶ Etude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société
- ▶ Analyse du rapport d'évaluation établi par BM&A
- ▶ Mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques
- ▶ Analyse des références d'évaluation
- ▶ Prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation du banquier évaluateur
- ▶ Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- ▶ Revue indépendante du rapport et des travaux réalisés

Annexe F : Calendrier de l'étude

Etapes	Date
Lettre de mission signée par le Directeur Général de la Société désignant DA comme expert indépendant dans le cadre de l'Offre	15 juillet 2014
Collecte de l'ensemble des informations nécessaires à l'étude	août 2014
Remise d'un projet de rapport	25 août 2014
Remise du rapport définitif au conseil d'administration de la Société	12 septembre 2014

Annexe G : Montant de la rémunération perçue par DA

La rémunération perçue par DA est de 30 000 euros hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants

DA n'est pas adhérente de l'une ou de l'autre des deux associations d'experts indépendants créées postérieurement à l'introduction d'un Titre VI sur l'expertise indépendante dans le Règlement général et agréées par l'AMF. L'adhésion à l'une ou l'autre de ces associations sera fondée sur une revue initiale limitée par DA des pratiques professionnelles actuellement en cours dans chacune d'entre elle. Par ailleurs, DA est membre institutionnel de la Société Française des Evalueurs (SFEV).

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du Règlement général, elles seront disponibles sur les sites Internet de Caméléon Software (www.cameleon-software.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Cameleon Software - Le Galilée - 185 rue Galilée - 31670 Labège.

14. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

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

Monsieur Andres REINER
Président Directeur Général de Cameleon Software