

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE VISIODENT

INITIEE PAR

GROUPE VISIODENT

Agissant de concert avec Messieurs Morgan Ohnona, Steve Ohnona et Gad Bitton



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°14-552 en date du 14 octobre 2014 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la société Visiodent 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 important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actions non présentées à l'offre par les actionnaires minoritaires de Visiodent ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique, plus de 5% du capital ou des droits de vote de Visiodent, Groupe Visiodent, agissant de concert avec Messieurs Morgan Ohnona, Steve Ohnona et Gad Bitton, mettra en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Visiodent non apportées à l'offre publique en contrepartie d'une indemnité de 1,80 euro par action égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de Visiodent (<http://www.visiodent.com/>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mise gratuitement à disposition du public et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de Visiodent, 30 bis, rue du Bailly, 93210 La Plaine Saint-Denis.

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

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L’OFFRE.....	5
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE VISIODENT	6
4.	RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	8
5.	CLAUSES D’ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE.....	49
6.	ELEMENTS CONCERNANT VISIODENT SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	49
7.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D’INFORMATION EN REPOSE.....	52

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Groupe Visiident, société par actions simplifiée au capital de 4.318.131 euros, dont le siège social est situé 30 bis rue du Bailly, 93210 La Plaine Saint Denis, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 803 692 730 (« **Groupe Visiident** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 24 septembre 2014 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes de laquelle elle s'engage à acquérir les actions de la société Visiident, société anonyme au capital de 720.676,64 euros divisé en 4.504.229 actions d'une valeur nominale de 0,16 euro, dont le siège social est situé 30 bis rue du Bailly, 93210 La Plaine Saint Denis, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 327 500 849 (« **Visiident** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext opéré par Euronext Paris sous le code ISIN FR0000065765, au prix unitaire de 1,80 euro, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Au 10 octobre 2014, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 2.901.615 actions¹ de la Société représentant 64,42% du capital et 64,34% des droits de vote de la Société calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF².

L'Initiateur a conclu le 24 septembre 2014 avec Messieurs Morgan Ohnona, Steve Ohnona et Gad Bitton, cadres-dirigeants de la Société (ensemble, les « **Managers** »), détenant ensemble 300.000 actions Visiident représentant 6,66% du capital et 6,65% des droits de vote de Visiident, un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société (le « **Concert** »).

Au 10 octobre 2014, le Concert détient, à la connaissance de la Société, 3.201.615 actions Visiident représentant 71,08% du capital et 70,99% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 4.504.229 actions et 4.509.949 droits de vote Visiident.

Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Visiident ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur, de concert avec les Managers, mettra en œuvre, dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire. Cette procédure s'effectuera au même prix que celui de l'Offre.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 de la note d'information de Groupe Visiident visée par l'AMF le 14 octobre 2014 sous le numéro 14-551 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (la « **Note d'Information** »).

L'Offre vise la totalité des actions Visiident existantes non détenues par le Concert, soit un nombre maximal de 1.302.614 actions Visiident représentant, sur la base des informations disponibles au 10 octobre 2014, 28,92% du capital de la Société.

¹ Compte tenu de l'acquisition par l'Initiateur, entre le 24 septembre 2014 et le 6 octobre 2014, de 558.263 actions Visiident au prix de l'Offre (soit 1,80 euro par action) en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

² Pour les besoins de la présente note d'information en réponse, sauf précision contraire, les pourcentages de droits de vote ont été calculés sur la base des droits de vote théoriques conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe aucun autre titre de capital, autres que les 4.504.229 actions, ou option sur aucun 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 Visiodent.

1.2 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions Visiodent en contrepartie d'une somme en numéraire de 1,80 euro par action.

1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation.

Les actionnaires de Visiodent qui souhaiteraient apporter leurs actions Visiodent à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions Visiodent (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport à l'Offre qui sera irrévocable quelle que soit la procédure de règlement-livraison retenue, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs actions Visiodent (les dates mentionnées ci-dessous ne le sont qu'à titre indicatif) :

- (i) soit sur le marché, auquel cas ils devront remettre leur ordre de vente au plus tard le 6 novembre 2014, date de clôture de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs ;
- (ii) soit dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, auquel cas ils devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le 6 novembre 2014, date de clôture de l'Offre et le règlement-livraison interviendra après les opérations de semi-centralisation. Groupe Visiodent prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires vendeurs majorés de la TVA y afférente à hauteur de 0,30% du montant de l'ordre, dans la limite de 6 euros par actionnaire, ces montants s'entendant toutes taxes incluses.

Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est CM-CIC Securities.

Les demandes de remboursement des frais mentionnés ci-dessus ne seront reçues des intermédiaires financiers que durant un délai de 15 jours à compter de la clôture de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 de la Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion de la présente note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrites de manière plus détaillée respectivement aux sections 2.3 et 2.6 de la Note d'Information.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

Il est rappelé que Messieurs Jacques Sebag et Meyer Ohnona sont les co-fondateurs de Visident dont ils sont les actionnaires de référence depuis l'origine et, depuis 2008, via leurs holdings personnelles respectives, les sociétés Financière York et Financière Louisa.

Dans la perspective de l'Offre, Messieurs Jacques Sebag et Meyer Ohnona et leurs familles ont décidé de créer la société Groupe Visident en vue de regrouper leurs participations dans Visident et de rassembler leurs intérêts patrimoniaux en tant qu'actionnaires historiques de référence de Visident.

L'Initiateur a ainsi été constitué en juillet 2014 par les sociétés Financière York et Financière Louisa.

L'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur et les autres membres du Concert notamment des seuils de 30% et 50% du capital et des droits de vote de Visident à la suite de la réalisation le 24 septembre 2014 d'opérations d'apport en nature d'actions Visident par les sociétés Financière York et Financière Louisa ainsi que par certains membres des familles de Messieurs Jacques Sebag et Meyer Ohnona. Ces opérations d'apport sont plus amplement décrites à la section 1.1.1 de la Note d'Information.

A la suite de ces opérations, l'Initiateur détenait, au 24 septembre 2014, 2.343.352 actions Visident représentant 52,03% du capital et 51,96% des droits de vote de Visident.

Par ailleurs, l'Initiateur a conclu le 24 septembre 2014 avec les Managers détenant ensemble 300.000 actions Visident représentant 6,66% du capital et 6,65% des droits de vote de Visident, un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société. Les principales stipulations de ce pacte sont plus amplement décrites à la section 1.4.2 de la Note d'Information.

2.1 Répartition du capital et des droits de vote de Visident au 24 septembre 2014 après réalisation des apports

A la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de Visident, immédiatement après la réalisation des opérations d'apport (après perte des droits de vote double attachés aux actions Visident apportées à Groupe Visident) au 24 septembre 2014, était la suivante :

Actionnaires	Répartition du capital après la réalisation de l'Apport		Répartition des droits de vote après la réalisation de l'Apport	
	Nombre	%	Nombre	%
Groupe Visident	2.343.352	52,03%	2.343.352	51,96%
Managers :	300.000	6,66%	300.000	6,65%
- <i>Morgan Ohnona</i>	<i>150.000</i>	<i>3,33%</i>	<i>150.000</i>	<i>3,32%</i>
- <i>Steve Ohnona</i>	<i>50.000</i>	<i>1,11%</i>	<i>50.000</i>	<i>1,11%</i>
- <i>Gad Bitton</i>	<i>100.000</i>	<i>2,22%</i>	<i>100.000</i>	<i>2,22%</i>
Concert	2.643.352	58,69%	2.643.352	58,61%
Public	1.860.877	41,31%	1.866.597	41,39%
TOTAL	4.504.229	100%	4.509.949	100%

2.2 Répartition du capital et des droits de vote de Visiodent au 10 octobre 2014

Compte tenu de l'acquisition par l'Initiateur, entre le 24 septembre 2014 et le 6 octobre 2014, de 558.263 actions Visiodent au prix de l'Offre (soit 1,80 euro par action) en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, la répartition du capital social et des droits de vote de Visiodent au 10 octobre 2014 était, à la connaissance de la Société, la suivante :

Actionnaires	Répartition du capital au 10 octobre 2014		Répartition des droits de vote au 10 octobre 2014	
	Nombre	%	Nombre	%
Groupe Visiodent	2 901 615	64,42%	2 901 615	64,34%
Managers :	300 000	6,66%	300 000	6,65%
- Morgan Ohnona	150 000	3,33%	150 000	3,33%
- Steve Ohnona	50 000	1,11%	50 000	1,11%
- Gad Bitton	100 000	2,22%	100 000	2,22%
Concert	3 201 615	71,08%	3 201 615	70,99%
Public	1 302 614	28,92%	1 308 334	29,01%
TOTAL	4 504 229	100,00%	4 509 949	100,00%

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VISIODENT

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de Visiodent se sont réunis le 24 septembre 2014 sous la présidence de Monsieur Morgan Ohnona, Président-Directeur Général.

Messieurs Morgan Ohnona, Jacques Sebag, Meyer Ohnona et David-James Sebag assistaient à la réunion.

Mesdames Annie Sebag, Aurélie Pitton et Brigitte Rutkowski-Benarrosh étaient absentes et excusées.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents :

- « En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que :
 - le renforcement au capital des familles fondatrices de la Société, à travers Groupe Visiodent, permet de doter la Société d'un actionnariat de contrôle renforcé, stable et pérenne, dans le but de soutenir les objectifs poursuivis par la nouvelle équipe de direction ;
 - Groupe Visiodent indique, dans son projet de note d'information, qu'elle a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques de la Société et les investissements mis en œuvre par la nouvelle équipe de direction de la Société. Groupe Visiodent s'appuiera sur l'expérience des anciens dirigeants et fondateurs qui restent, à titre transitoire, impliqués dans le fonctionnement de la Société ;

- *le maintien de la cotation de la Société sur le marché Euronext Paris ne semble plus justifiée aujourd'hui, Visiident n'envisageant pas à l'avenir de faire appel au marché pour se financer, et les coûts récurrents de cotation et les contraintes réglementaires y afférentes apparaissent disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action Visiident.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :*
- *Groupe Visiident indique, dans son projet de note d'information, qu'aucune modification de la politique actuelle en matière d'emploi n'est envisagée. L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. De ce fait, les salariés de la Société continueront à bénéficier des mêmes statuts collectifs et individuels ;*
 - *cette opération est de nature à renforcer la stabilité de l'actionnariat, ce qui favorise la poursuite de la stratégie de Visiident.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de Visiident, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 1,80 euro par action Visiident est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.*

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que:

- *l'Offre, entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires de Visiident l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs titres à un prix attractif. En effet, le prix d'Offre de 1,80 euro par action extériorise une prime de 56,5% par rapport au cours coté au 18 septembre 2014 et une prime de 46,6% sur la moyenne des cours pondérés des volumes sur les trois derniers mois ;*
- *le prix d'Offre de 1,80 euro par action, relève la banque présentatrice dans le cadre de ses travaux de valorisation multicritères, présente une prime allant de 14,3% à 113,4%, sur les valeurs moyennes de Visiident obtenues selon les différentes méthodes retenues ;*
- *la méthode de référence au cours de bourse, méthode retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, fait apparaître une prime de 49,9% par rapport à une valeur centrale de l'action Visiident ressortant à 1,20 € sur la base des cours moyens pondérés de clôture relevés entre le 13 août 2014 (date de publication des comptes semestriels de la Société) et le 19 septembre 2014, moyenne privilégiée par l'Expert Indépendant afin de capter l'effet de la publication des comptes semestriels de la Société ;*
- *le prix d'Offre de 1,80 euro par action est supérieur à la valeur centrale ressortant de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, soit 1,50 € (soit une prime de 20,3%) dans une fourchette comprise entre 1,32 € (prime de 36,4%) et 1,71 € (prime de 5,1%), étant précisé que, de son côté, la banque présentatrice, qui a également retenu ce critère pour ses travaux de valorisation, retient une valeur centrale de 1,10 € soit (soit une prime de 63,5%) dans une fourchette comprise entre 1,01 € (prime de 77,9%) et 1,21 € (prime de 49,3%). L'Expert Indépendant indique que, de son point de vue, l'écart avec les travaux de la banque présentatrice résulte essentiellement de l'estimation des investissements futurs (voir section 6*

« Analyse critique des travaux de la banque évaluatrice » du rapport de l'Expert Indépendant).

Le Conseil d'administration constate que, globalement sur la base des différentes méthodes retenues dans le cadre des travaux de valorisation multicritères menés tant par la banque présentatrice que par l'Expert Indépendant, le prix de 1,80 euro par action Visiodent proposé dans le cadre de l'Offre extériorise des primes importantes.

Le Conseil d'administration note que si les actionnaires minoritaires (autres que les managers membres du Concert) ne détiennent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Groupe Visiodent procédera à un retrait obligatoire moyennant une indemnité de 1,80 euro par action.

Le Conseil d'administration relève en conséquence que les conditions financières de l'Offre représentent une opportunité de liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables pour les actionnaires.

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment ceux de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs actions Visiodent à l'Offre. »

Il est enfin précisé que :

- la Société ne détient pas d'actions auto-détenues ; et
- parmi les membres du conseil d'administration détenant des actions de la Société, Monsieur Morgan Ohnona a indiqué que ses actions de la Société ne seront pas apportées dans la mesure où celles-ci ne sont pas visées par l'Offre.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été désigné le 17 juin 2014 par le conseil d'administration de Visiodent en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et le retrait obligatoire éventuel.

Ce rapport est reproduit ci-après.



Visiodent

30, Bis rue du Bailly
93210 La Plaine Saint Denis

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

SEPTEMBRE 2014



SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	2
2.1	Présentation du cabinet BM&A	2
2.2	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	2
2.3	Déclaration d'indépendance	2
2.4	Rémunération de l'expert indépendant	3
2.5	Diligences effectuées par l'expert	3
3.	PRESENTATION VISIODENT	5
3.1	Description de l'activité de la Société et de son positionnement	5
3.2	Performances financières récentes	8
3.3	Plan d'affaires prévisionnel 2014-2016	18
4.	TRAVAUX D'EVALUATION	18
4.1	Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Visiodent	19
4.1.1	Actif net comptable	19
4.1.2	Actif net réévalué	19
4.1.3	Capitalisation et actualisation des dividendes	19
4.1.4	Transactions intervenant sur le capital de Visiodent	19
4.2	Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Visiodent	20
4.2.1	Cours de bourse de Visiodent, retenus à titre principal	20
4.2.2	Actualisation des flux futurs de trésorerie, retenue à titre principal	24
4.2.3	Comparables boursiers, retenus à titre secondaire	28
4.2.4	Transactions comparables, retenues à titre secondaire	30
5.	ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE	33
6.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE	34
7.	CONCLUSION	38

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

La société Groupe Visident SAS (ci-après l'« Initiateur », ou « Groupe Visident »), envisage de déposer le 24 septembre 2014 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 Visident SA, (ci-après la « Société », ou « Visident »), au prix de 1,80 € par action.

Cette Offre fait suite à l'apport à Groupe Visident par les anciens dirigeants de la Société, Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag, ainsi que par les membres de leurs familles, de 2 343 352 actions représentant 52,03% du capital de la Société. Groupe Visident se voit ainsi franchir le seuil de détention de 30 % du capital de la Société³, et doit déposer la présente Offre en application des articles 234-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, l'Initiateur a conclu un pacte d'actionnaires avec Monsieur Morgan Ohnona, actuel Président directeur général de la Société, avec Monsieur Steve Ohnona Directeur commercial du site d'e-commerce de la Société, Dentaleco, et avec Monsieur Gad Bitton, Directeur adjoint, qui, ensemble, se sont vu attribuer le 30 juin 2014, 300 000 actions Visident, représentant 6,6% du capital, lesquelles étant soumises à un engagement de conservation, ne sont pas visées par la présente Offre. Cette dernière porte donc sur 1 860 877 actions représentant 41,31% du capital de la Société, se répartissant comme suit :

Visident Actionariat au XX 2014	Répartition du capital		Répartition des droits de vote	
	en actions	en %	en actions	en %
Groupe Visident	2 343 352	52,03%	2 343 352	51,96%
Morgan Ohnona	150 000	3,33%	150 000	3,33%
Steve Ohnona	50 000	1,11%	50 000	1,11%
Gad Bitton	100 000	2,22%	100 000	2,22%
Concert	2 643 352	58,69%	2 643 352	58,61%
Public	1 860 877	41,31%	1 866 597	41,39%
Total	4 504 229	100,00%	4 509 949	100,00%

Groupe Visident qui a été constitué le 8 juillet 2014, est détenu à hauteur de 56,56% par la famille Sebag et pour le solde par la famille Ohnona. Le holding familial financera l'achat des titres visés par l'Offre par augmentation de capital en numéraire, en s'associant à des fonds gérés par CM-CIC Capital Privé et par recours à l'endettement. Le Groupe Visident a ainsi obtenu :

- un engagement de souscription ferme et irrévocable de la part d'un fonds d'investissement géré par CM-CIC Capital Privé pour un montant de 1 000 K€, ce qui lui conférerait au maximum 18,80% du capital de l'Initiateur ;
- des engagements de souscription fermes et irrévocables de la part de Messieurs Morgan Ohnona, PDG de la Société, et David James Sebag⁴, administrateur, pour un montant de 50 K€ chacun ;
- une ligne de crédit octroyée par CM-CIC Banque qui complètera le financement de l'Offre.

Dans un délai de 3 mois au terme de l'Offre, dans le cas où les actions de la Société non-apportées ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur demandera la mise en œuvre une procédure de retrait obligatoire au prix de 1,80 €, portant sur les actions qui n'auraient pas été apportées. L'Initiateur se réserve enfin la possibilité de demander, au nom de la Société, 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.

Dans ce contexte et en application des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, BM&A a été nommé le 17 juin 2014 en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, afin d'apprécier le caractère

³ Préalablement à l'apport des titres Visident, les anciens actionnaires dirigeants n'agissaient pas de concert.

⁴ Messieurs Morgan Ohnona et David James Sebag sont respectivement héritiers des deux fondateurs Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag.

équitable du prix proposé pour les actions Visiodent, 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.

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 BM&A

Le cabinet 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 18 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
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
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	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 Visiodent, 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 41 000 €, hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Eric Blache, associés assistés de Roland Clère, senior manager et de Fabien Vassaux, assistant confirmé, spécialisés en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, 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 20 juin 2014 au 24 septembre 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 :

- Monsieur Morgan Ohnona, Président directeur général de Visiodent ;
- Messieurs Jacques Sebag et Meyer Ohnona, fondateurs et anciens dirigeants de la Société ;
- Monsieur Pierre Gerval, CM-CIC Securities, Directeur Opérations Financières – Paris ;
- Madame Françoise Etienne, CM-CIC Securities, Directeur de la Recherche Corporate ;
- Madame Dominique Descours, CM-CIC Securities, Analyste Corporate ;
- Maître David-James Sebag, Associé, Gide Loyrette Nouel, administrateur de la Société et de l'Initiateur ;
- Maître Antoine Tézenas du Montcel, Associé, Gide Loyrette Nouel.

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) les prévisions du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de Visident ;
- 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 la Société ;
- 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 CM-CIC Securities, banque présentatrice de l'Offre, (ci-après « 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 Visident et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du plan d'affaires 2014-2016 ;
- les comptes annuels des exercices 2008 à 2013, ainsi que les comptes semestriels 2013 et 2014 ;
- les balances générales 2012 et 2013 ;
- les reporting analytiques se rapportant à l'exercice 2013 et au 1^{er} semestre 2014 ;
- du projet de 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 consultants signés entre Visident d'une part, et Sewa Service, contrôlée par Monsieur Meyer Ohnona, et Digital Cloud Consulting, contrôlée par Monsieur Jacques Sebag, d'autre part ;
- le traité d'apport des titres Visident à Groupe Visident, ainsi que le rapport du commissaire aux apports établi le 16 septembre 2014 ;
- les projets d'engagements de souscription, le 24 septembre 2014, de Messieurs Morgan Ohnona et David James Sebag, à une augmentation de capital de Groupe Visident ;
- le projet d'engagement de FIP Select PME 2013, fonds d'investissement de proximité représenté par sa société de gestion, CM-CIC Capital Privé, de souscription à une augmentation de capital de Groupe Visident d'ici le 30 décembre 2015 ;
- des accords connexes conclus entre l'Initiateur, ses actionnaires ou ceux de Visident à savoir :
 - le projet de pacte d'associés de Groupe Visident ;
 - le projet de pacte d'actionnaires liant Groupe Visident, Messieurs Morgan Ohnona, Steve Ohnona Gad Bitton.

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 Visident 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.

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 VISIDENT

Fondée en 1983 par Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag, tous deux docteurs en chirurgie dentaire, Visident est une société anonyme au capital de 720 676,64 €, réparti en 4 504 229 actions de 16 ¢ de nominal. Son siège social est situé à La Plaine Saint-Denis (93), au 30 bis, rue du Bailly. La Société est cotée au compartiment C (Small Cap) de NYSE Euronext Paris (code ISIN FR0000065765). Sa capitalisation boursière atteint environ 5,2 M€ sur la base d'un cours de clôture de 1,15 € relevé le 19 septembre 2014. L'action Visident a tout d'abord été introduite le 19 février 1999 sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris, puis transférée au compartiment C d'Euronext après la suppression du Nouveau Marché le 21 février 2005.

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

Avec un chiffre d'affaires de 7,2 M€ en 2013, Visident se présente comme une PME familiale. Son effectif moyen a varié entre 2012 et 2013 de 44 à 40 salariés et est constitué pour moitié des cadres, dont les deux dirigeants fondateurs⁵, et quatre de leurs parents jusqu'à ce qu'interviennent les dernières mesures de réorganisation prises fin 2013 en liaison avec le renouvellement de la direction (cf. infra).

La Société a pour cœur de métier l'édition de logiciels de gestion pour les cabinets et les cliniques dentaires ainsi que pour les centres de soins dentaires des caisses primaires d'assurance maladie (CPAM). Par ailleurs, elle commercialise depuis 2002, auprès de cette même clientèle, des systèmes de radiologie numérique, et dans une moindre mesure, des équipements informatiques. Enfin, avec « Dentaleco », elle dispose depuis fin 2012 d'un site Internet de vente de consommables et de fournitures pour soins dentaires à destination des professionnels.

En ciblant des professionnels de soins dentaires, la Société a développé une stratégie de niche, lui permettant de constituer une clientèle relativement stable du fait de la taille généralement modeste des structures de soins qu'elle adresse et de l'investissement que représente l'appropriation par leurs utilisateurs des outils de gestion fournis par la Société. Selon le management, l'offre de Visident se caractérise par un positionnement-prix relativement haut de gamme et par une offre de logiciels plus spécialisée, notamment s'agissant des développements réalisés pour les centres de soins.

⁵ Lesquels ont depuis le 1^{er} janvier 2014 tous deux pris leur retraite.

La vente de logiciels constitue pour la Société un point d'entrée au sein des cabinets dentaires offrant un potentiel de diversification commerciale identifié de longue date par le management, comme l'illustre l'entrée de la Société dans le domaine de la radiologie. Ce potentiel de diversification peine cependant à constituer une source de rentabilité récurrente compte tenu des moyens limités de la Société qui la rendent dépendante de fournisseurs et l'exposent à leur concurrence potentielle (cf. § 3.2. a). Les activités exercées par Visiodent sont décrites ci-après.

- L'édition de logiciels de gestion (sous environnement Windows ou Apple) et la vente de services connexes - comme la formation à leur utilisation, le télé-secrétariat, le « backup » ou encore la création de site internet - constituent l'essentiel des revenus de l'entreprise. En 2013, ce pôle « services » représentait 62 % du chiffre d'affaires de la Société, dont 57 % provenaient de la vente des licences et de contrats de maintenance associés. Sur ce segment, la gamme de logiciels proposée par Visiodent offre une large palette de fonctionnalités allant notamment de la gestion des agendas et des rendez-vous (avec envoi possible de rappels aux patients par SMS) à l'enregistrement des règlements, la télétransmission des feuilles de soin, en passant par les outils de paye, de tiers payant, etc., tout en permettant la consultation et la mise à jour des dossiers des patients, la gestion des stocks et la traçabilité des soins. Les licences sont accordées pour un an et s'accompagnent d'un service de maintenance et d'assistance auquel souscrivent plus de 95 % des clients.
- Depuis 2002, la Société commercialise des systèmes d'imagerie radiologique. Il s'agit principalement d'équipements de petite taille, ou « capteurs », permettant des prises de vues radiologiques locales, intra-orales. Ces équipements dont la fabrication est sous-traitée, sont vendus sous la marque Visiodent. En outre, la Société distribue des appareils radiologiques de grande taille permettant des prises de vues panoramiques. Ces appareils sont commercialisés sous la marque de leurs fabricants. Les capteurs et les appareils panoramiques sont couplés avec un logiciel de traitement et d'archivage d'images s'interfaçant avec les logiciels de gestion des dossiers des patients développés par la Société. En 2013, la vente de capteurs représentait 21% du chiffre d'affaires de Visiodent. Les ventes d'appareils panoramiques (auxquelles s'ajoutent également des caméras miniaturisées) représentaient quant à elles 11% du chiffre d'affaires.
- Enfin, lancé en novembre 2012, le site d'e-commerce Dentaleco a dégagé en 2013 un chiffre d'affaires de 375K€ représentant 5 % du chiffre d'affaires. Ce site propose une interface pour le réapprovisionnement des stocks qui complète les logiciels de gestion Visiodent sur le suivi des stocks et la traçabilité.

La clientèle potentielle cible de Visiodent, est essentiellement française et constituée d'environ 40000 chirurgiens-dentistes. Au sein de cette population, la part de marché de la Société peut être estimée à près de 22 %, sur la base des statistiques communiquées par le GIE SESAM-Vitale regroupant les chirurgiens-dentistes⁶ en fonction du logiciel qu'ils utilisent pour la télétransmission des feuilles de soins auprès de l'assurance maladie. Visiodent se situe ainsi en seconde position derrière la société Owandy, qui occupe, avec le logiciel Julie, une part de marché de près de 36 % également sur la base des solutions de facturation agréées par le GIE SESAM-Vitale. Selon la même source, viennent ensuite, avec 10% de part de marché chacun, les éditeurs Imagex, avec le logiciel Logos, et Carestream Dental (ex-Kodak Dental), avec le logiciel CS Trophy (ex-Kodak Trophy).

- La société Owandy SAS, premier concurrent français de Visiodent, a été acquise en avril 2008 par le groupe Belge Arseus (cf. § 4.2.4), alors qu'elle réalisait un chiffre d'affaires consolidé proche de 20 M€, puis cédée en janvier 2014 à Henry Schein, groupe américain de taille mondiale avec 9,6 Mds USD de chiffre d'affaires et

⁶ 86 % des chirurgiens-dentistes, soit 35 552 (au 16 juillet 2014), recourent à la télétransmission, dont 7468, soit 21,6 % au moyen de solutions de facturation agréées ou homologuées SESAM-Vitale. Aux 7468 chirurgiens-dentistes télédéclarants clients de la Société, viennent s'ajouter 58 stomatologistes et 53 centres de santé dentaire dont 36% sont des centres gérés par les CPAM.

16 000 salariés en 2013, et spécialisé dans la distribution de consommables et de fournitures pour le secteur médical, notamment en dentisterie. Tout comme Visident, Owandy est éditeur de logiciels de gestion pour les cabinets dentaires et commercialise des appareils d'imagerie radiologique.

- La société Carestream Dental est née de la vente en 2007 au holding d'investissement canadien Onex Corp de la division santé du groupe Eastman Kodak. De taille internationale, Carestream Dental dispose en plus de son offre de logiciels, d'un fort savoir-faire en matière d'imagerie médicale. Cette division est intégrée à l'ensemble Carestream Health qui dégage un chiffre d'affaires de 2,4 Mds USD.
- Nous ne disposons pas d'information financière s'agissant du 3e concurrent, l'éditeur français Imagemex.

Sur son marché, où elle occupe la seconde place avec une part de marché significative, la Société est donc concurrencée par deux groupes de tailles mondiales qui disposent également d'un savoir-faire reconnu dans le domaine du logiciel de gestion, doublé chacun d'un fort positionnement se situant pour le premier dans le domaine de la distribution de consommables et des fournitures et, pour le second, dans celui de l'imagerie médicale.

Avec un effectif salarié de 38 personnes à fin 2013, la Société a opté pour un mode de développement peu intégré. Elle sous-traite ainsi une large partie du codage de ses logiciels et de sa hotline, ainsi que la totalité de la logistique de ses ventes par Internet (stocks et entreposage) et de la fabrication des capteurs d'imagerie radiologique. Enfin, au dernier trimestre 2013, la Société a cessé la commercialisation directe de ses produits (excepté Dentaleco), la vente des logiciels et des systèmes d'imagerie étant désormais assurée par un réseau de partenaires distributeurs non-exclusifs qui, s'agissant de la France, sont répartis sur l'ensemble du territoire national⁷. Cette réorganisation s'inscrit dans un cadre plus général du renouvellement de la Direction, et s'est accompagnée d'une réduction d'effectif.

- Prenant leur retraite, les deux dirigeants fondateurs, Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag ont démissionné de leurs mandats fin 2013. En remplacement, Monsieur Morgan Ohnona est nommé Président directeur général. Il est assisté par Monsieur Steve Ohnona, en charge du site d'e-commerce Dentaleco, et de Monsieur Gad Bitton, Directeur adjoint. Pour assurer la transition managériale, il a été créé un comité stratégique composé de Monsieur Morgan Ohnona et des deux fondateurs (cf. infra, les accords passés avec les anciens Dirigeants) ;
- Entre octobre et décembre 2013, il a été procédé à 9 ruptures conventionnelles de contrats de travail, cette restructuration concernant les fonctions administratives, développement et production, commerciales, SAV-technique et hotline.

En conclusion, Visident dispose d'une forte position de niche sur son marché national constituée autour d'une offre de logiciels de gestion de qualité ce qui lui confère une image de marque. Cette notoriété lui a permis de constituer un fonds commerce stable, lequel pourrait s'avérer attractif pour un de ses grands concurrents, voire pour un intervenant du secteur qui serait encore peu implanté en France. A partir de ce socle, Visident développe une stratégie de diversification tant dans les services connexes que dans la vente de biens, avec toutefois des moyens limités, reposant en grande partie sur la sous-traitance (tant pour la fabrication que pour la commercialisation) et qui l'expose le cas échéant à une concurrence d'intervenants plus spécialisés présentant un positionnement-prix plus compétitif.

⁷ Préalablement à cette réorganisation, la Société disposait de sa propre équipe commerciale pour les ventes auprès de la clientèle située en Île de France.

3.2 Performances financières récentes

a) Evolution de l'activité

Comme l'indique le tableau ci-après retraçant l'évolution du chiffre d'affaires de la Société depuis 2008, les ventes de services au sens large (i.e. la vente et la maintenance des logiciels ainsi que les services connexes divers), qui représentent 63% du chiffre d'affaires en 2013, ont connu une progression régulière entre 2008 et 2012 pour atteindre un palier d'environ 4,5 M€ en 2013 :

- l'abandon de la commercialisation des logiciels en mode SAAS⁸ et la redéfinition de la grille tarifaire se sont traduites par une hausse du chiffre d'affaires-licences en 2011 ;
- Les ventes de services connexes, comme l'agenda en ligne jumelé au télé-secretariat, la réalisation de sites Internet, l'envoi de SMS aux patients, la formation ou la sauvegarde de données ont également connu un développement rapide en 2011 et 2012 ;

Parallèlement aux services, les ventes de biens (i.e. matériels radiologiques, caméras, matériels informatiques) ont connu une évolution erratique liée essentiellement aux ventes de capteurs (cf. § 3.1), les bonnes années correspondant aux phases de lancement de nouveaux produits et d'exclusivité auprès des fournisseurs-fabricants, les ventes ne pouvant cependant se maintenir à de tels niveaux, d'une part en raison de la contrainte de taux d'équipement des clients (les capteurs ayant une durée de vie de plusieurs années) et, d'autre part, du fait de la fin de la période d'exclusivité (limitée à 12 mois) et de l'entrée en concurrence du fournisseur. Les ventes de matériels d'imagerie radiologique suivent ainsi un profil cyclique de « stop and go » qui nécessite pour initier un redémarrage de retrouver un nouveau fournisseur et de choisir pour le lancement d'un nouveau modèle, le moment le plus favorable au rééquipement des clients. On notera par ailleurs le succès du lancement du site d'e-commerce Dentaleco et, dans une moindre mesure, des ventes de matériels informatiques, qui constituent en 2013 les premiers relais de croissance de la Société.

⁸ SAAS pour « software as a service », i.e. vendu par abonnement, généralement mensuel, plutôt que de percevoir un paiement unique de la licence en début de période.

Répartition des ventes par lignes de produits :

Chiffre d'affaires en K€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 5 ans
Licences de progiciels	184,6	170,8	105,1	496,7	550,3	546,1	24,2%
Maintenance des progiciels	3 053,9	3 303,4	3 644,7	3 548,7	3 617,2	3 628,8	3,5%
Services et divers	49,2	102,8	131,6	218,5	309,9	306,4	44,2%
Ventes de services	3 287,7	3 576,9	3 881,5	4 263,9	4 477,5	4 481,3	6,4%
Variation	-	9%	9%	10%	5%	0%	
E-commerce	-	-	-	-	50,2	373,8	ns
Matériels informatiques	10,3	12,3	30,1	10,4	81,7	178,9	ns
Matériels d'imagerie	4 268,9	2 389,7	1 862,7	2 624,0	1 924,1	2 133,8	-12,9%
Ventes de biens	4 279,2	2 402,0	1 892,8	2 634,4	2 056,1	2 686,5	-8,9%
Variation	-	-44%	-21%	39%	-22%	31%	
CA total	7 566,9	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	-1,1%
Variation		-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	

* TMCVA : taux moyen composé de variation annuelle

En moyenne, près de 85% des ventes ont été réalisés en France au cours des 4 derniers exercices, les exportations concernant essentiellement les ventes de capteurs (classés dans le tableau ci-après en production vendue de biens). Ces ventes à l'étranger, bien que présentant également une forte volatilité, ont néanmoins permis jusqu'à ce jour à la Société de diversifier son risque de débouché, les marchés français et étrangers ayant été faiblement corrélés.

Répartition géographique des ventes :

Chiffre d'affaires zone/nature en K€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 5 ans
Production vendue de services France	3 211,3	3 511,3	3 799,9	4 185,9	4 354,3	4 392,9	6,5%
Production vendue de services export	76,4	65,6	81,6	78,1	123,2	88,3	2,9%
Production vendue de services	3 287,7	3 576,9	3 881,5	4 263,9	4 477,5	4 481,3	6,4%
Vente de marchandises France	42,7	20,0	13,7	10,3	67,5	517,8	64,7%
Ventes de marchandises export	8,2	5,5	16,4	17,8	26,8	34,8	33,6%
Ventes de marchandises	50,9	25,5	30,1	28,2	94,3	552,7	61,1%
Production vendue de biens France	2 193,0	1 612,1	1 035,1	1 698,4	841,5	1 271,7	-10,3%
Production vendue de biens export	2 035,3	764,3	827,6	907,7	1 120,3	862,1	-15,8%
Production vendue de biens	4 228,3	2 376,5	1 862,7	2 606,2	1 961,8	2 133,8	-12,8%
Chiffre d'affaires net	7 566,9	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	-1,1%

* TMCVA : taux moyen composé de variation annuelle

b) Compte de résultat au cours des 5 derniers exercices

La société ne possède pas de filiales et publie ses comptes selon les normes françaises. La rentabilité opérationnelle de la Société dépend étroitement de sa politique d'activation de charges de personnel, dont une partie est immobilisée, puis amortie, ces investissements correspondant aux développements réalisés en matière de logiciels⁹ et de site d'e-commerce. Une comptabilisation directe en charges de ces coûts de développement conduirait potentiellement à des marges différentes. Pour plus de clarté, les soldes intermédiaires de gestion sont présentés ci-après par nos soins en isolant la production immobilisée, ainsi que les coûts des fonctions de direction¹⁰ ces derniers étant une composante essentielle des frais généraux compte tenu de la taille modeste de l'entité.

⁹ Parallèlement, la Société comptabilise en immobilisation via l'investissement, l'ensemble des développements sous-traités, soit en moyenne 160 K€ par an de 2009 à 2013.

¹⁰ Comprenant les salaires versés aux dirigeants fondateurs jusqu'en 2013, charges sociales afférentes comprises, les commissions sur ventes, ainsi que les honoraires perçus par l'intermédiaire de holdings de prestations de services qu'ils contrôlent.

Résultat en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Chiffre d'affaires	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	4,6%
Variation	-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	
Achats et variations de stocks (marchandises et composants)	(1 244,9)	(1 283,8)	(1 514,8)	(1 396,2)	(1 719,0)	
Sous-traitance	(42,7)	(297,3)	(466,5)	(613,0)	(642,6)	
Marge sur coûts directs	4 691,2	4 193,2	4 917,0	4 524,3	4 806,2	0,6%
En % du CA	78,5%	72,6%	71,3%	69,2%	67,1%	

* TMCVA : Taux moyen composé de variation annuelle

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le solde intermédiaire de gestion que nous qualifierons de marge sur coût directs, après prise en compte de la sous-traitance¹¹, a vu son taux rapporté au chiffre d'affaires reculer au cours des 5 derniers exercices, passant de 78,5% en 2009 à 67,1% en 2013 :

- cette érosion traduit la baisse du taux de marge brute dégagée par les ventes de biens, plus marquée les années d'étiage de ventes de capteurs (2010 et 2012), la baisse tendancielle étant accentuée en 2013 par un phénomène de mix-produits, lié au bon développement du site d'e-commerce, Dentaleco, lequel dégage une marge brute inférieure à celle des ventes de capteurs ;
- la baisse de la marge sur coûts directs traduit également la montée en puissance de la sous-traitance, notamment du service de hotline, ce qui est cohérent avec la stratégie de développement peu intégrée de la Société (cf. supra), mais qui n'a pas induit une baisse des charges de personnels, les effectifs moyens étant demeurés relativement stables sur la période (cf. infra).

En montant absolu, la marge sur coûts directs est ainsi demeurée relativement stable sur la période, avec une croissance moyenne de 0,6 % par an, alors que le chiffre d'affaires progressait de 4,6% par an.

Parallèlement à l'évolution de la marge sur coûts directs telle que définie précédemment, les autres achats et charges ont connu une évolution modérée jusqu'en 2012, avec une croissance moyenne 0,9%, suivie d'une accélération en 2013 :

Résultat en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Chiffre d'affaires	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	4,6%
Variation	-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	
Marge sur coûts directs	4 691,2	4 193,2	4 917,0	4 524,3	4 806,2	0,6%
En % du CA	78,5%	72,6%	71,3%	69,2%	67,1%	
Autres achats et charges externes	(1 240,9)	(1 289,0)	(1 272,0)	(1 273,8)	(1 434,2)	3,7%
Autres charges et autres produits	(8,0)	(28,3)	(52,2)	(8,4)	(5,0)	
Valeur ajoutée corrigée	3 442,3	2 875,8	3 592,9	3 242,2	3 367,0	-0,6%
En % du CA	57,6%	49,8%	52,1%	49,6%	47,0%	

* TMCVA : Taux moyen composé de variation annuelle

La croissance des achats et des charges externes en 2013 résulte pour moitié des dépenses de salons professionnels et de publicité intervenues durant le second semestre. Par solde, la valeur ajoutée en montant absolu a légèrement reculée sur la période, son taux rapporté au chiffre d'affaires passant par ailleurs de 57,6% à 47%.

Hors salaires de direction, les frais de personnel ont connu une croissance soutenue à partir de 2011, se traduisant par une baisse de l'EBE, avant prise en compte de la politique comptable d'activation de charges

¹¹ La sous-traitance comprenant notamment les coûts de hotline, l'achat de SMS et le télésecrétariat.

retenue par la Société. L'EBE corrigé¹² passe ainsi de 1 280 K€ à 419 K€, ce qui ramené au chiffre d'affaires, correspond à une érosion du taux de marge, passé de 21,4% à 5,8%, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Résultat en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Chiffre d'affaires	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	4,6%
Variation	-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	
Valeur ajoutée corrigée	3 442,3	2 875,8	3 592,9	3 242,2	3 367,0	-0,6%
En % du CA	57,6%	49,8%	52,1%	49,6%	47,0%	
Impôts et taxes	(130,7)	(121,6)	(134,8)	(141,4)	(162,2)	5,5%
Transferts et subventions d'exploitation	32,3	29,0	18,3	20,8	22,0	
Frais de personnel hors direction	(2 063,6)	(2 063,0)	(2 427,8)	(2 705,9)	(2 808,1)	8,0%
EBE avant direction et prod. Immobilisée	1 280,2	720,2	1 048,6	415,7	418,8	-24,4%
En % du CA	21,4%	12,5%	15,2%	6,4%	5,8%	

* TMCVA : Taux moyen composé de variation annuelle

Si l'on assimile par simplification la marge sur coûts directs telle que définie précédemment à la marge sur coûts variables¹³, le point mort de l'EBE corrigé est ainsi passé de 9 mois d'activité en 2009 à 11 mois en 2013. Cette dégradation du point mort est essentiellement due à la croissance des frais de personnel intervenue entre 2011 et 2013 :

Ratios et agrégats en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Effectif moyen	35	40	42	43	40	0,0%
CA K€/personne	216	149	137	160	179	4,6%
Salaire en K€/personne	88	47	44	49	60	6,2%

Comme l'indique le tableau ci-après, une large part de l'accroissement des dépenses de personnel est imputée par le management aux développements informatiques qui ont donné lieux à des activations de charges :

- les frais de personnel¹⁴ en 2012 sont ainsi neutralisés par une écriture de production immobilisée à hauteur de 892 K€, correspondant pour moitié aux travaux de mise au point du site Dentaleco, le solde concernant la mise à jour des logiciels de gestion, notamment en prévision d'un changement de nomenclature des actes pris en charges par l'assurance santé et qui sera effective en octobre 2014. On notera que ces activations représentent 26% des frais de personnels en 2012 ;
- en 2013, le montant de l'activation résulte encore pour 43% de la finalisation du site d'e-commerce Dentaleco et, pour le solde, de la poursuite des mises à niveau dans la perspective de la refonte de la nomenclature des actes. En 2013, ces activations représentent ainsi 21% des dépenses de personnel.

Compte tenu de ces éléments, et après frais de direction¹⁵, qui représentent en moyenne 12,3% du chiffre d'affaires, et activations, l'EBE recule quasiment de moitié entre 2009 et 2013, passant de 635 K€ à 338 K€.

¹² Avant prise en compte des frais de direction et des activations de charges.

¹³ En faisant abstraction des commissions versées aux distributeurs, aux frais de transport des marchandises, soit moins de 4% du chiffre d'affaires total.

¹⁴ Y compris une quote-part de salaires de direction.

¹⁵ Y compris charges sociales.

Résultat en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Chiffre d'affaires	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	4,6%
Variation	-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	
EBE avant direction et prod. Immobilisée	1 280,2	720,2	1 048,6	415,7	418,8	-24,4%
En % du CA	21,4%	12,5%	15,2%	6,4%	5,8%	
Charges de direction et charges sociales	(830,2)	(697,4)	(776,8)	(839,1)	(807,8)	-0,7%
En % du CA	-13,9%	-12,1%	-11,3%	-12,8%	-11,3%	
Production immobilisée	185,3	246,8	262,3	892,3	727,2	40,7%
En % des frais de personnel	6,6%	9,4%	8,5%	26,1%	21,0%	
EBE	635,3	269,7	534,1	468,9	338,2	-14,6%
En % du CA	10,6%	4,7%	7,7%	7,2%	4,7%	
Dotation aux amortissements incorporels	(606,5)	(602,4)	(448,7)	(441,0)	(667,1)	2,4%
Dotation aux amortissements corporels	(53,4)	(49,0)	(47,8)	(150,6)	(99,5)	16,8%
Dotations nettes aux provisions	(45,2)	63,8	52,2	(29,4)	(43,9)	-0,7%
Résultat opérationnel	(69,7)	(317,9)	89,9	(152,1)	(472,3)	ns
En % du CA	-1,2%	-5,5%	1,3%	-2,3%	-6,6%	

* TMCVA : Taux moyen composé de variation annuelle

Comme indiqué ci-dessus, les activations de charges se sont traduites par une hausse des montants de dotations aux amortissements d'actifs incorporels, ces derniers ayant préalablement connu une baisse en 2011 et 2012 du fait de l'arrivée à terme d'échéanciers d'amortissements concernant d'anciens travaux de R&D¹⁶. On note également une augmentation des dotations aux amortissements des actifs corporels, la société ayant entrepris en 2012 la remise à neuf des locaux qu'elle loue pour son siège (cf. infra).

Par solde, la Société dégage une perte opérationnelle¹⁷ sur la période, excepté en 2011, exercice marqué par des ventes élevées de capteurs. On notera que le dernier bénéfice opérationnel significatif dégagé par Visident, soit 636 K€, remonte à 2008, et représentait alors 8,4% du chiffre d'affaires, cet exercice ayant bénéficié plus encore qu'en 2011, de très bonnes ventes de capteurs.

Après charges financières et résultat exceptionnel, la société a dégagé des pertes, excepté en 2011. On notera que la perte exceptionnelle de 406 K€ intervenue en 2009 résulte du provisionnement des titres de la société Software Nemotec, filiale espagnole cédée en février 2010. A la suite de cette cession et, la même année, de la liquidation de Visident Italia, la Société ne détient plus de titres de participation. Par ailleurs, en 2013 le résultat exceptionnel intègre les indemnités liées aux réductions de postes intervenues au dernier trimestre à hauteur de 176 K€.

Compte tenu des pertes dégagées, la Société ne paie pas d'impôt sur la période sous revue, et dispose, fin 2013, de déficits reportables d'un montant de 1 123 K€. Au cours de ce même exercice, elle a perçu des crédits d'impôt à hauteur de 167,3 K€, dont 137 K€ au titre d'un crédit d'impôt en faveur de la recherche (CIR) et 30,3 K€ au titre du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE). On notera que le CIR concernait des dépenses engagées en 2009 et qu'il n'a pas été ultérieurement formulé de demande auprès de l'administration pour continuer à bénéficier de cette disposition. Le CIR ne constitue donc pas une source de revenus récurrente pour la Société, à la différence du CICE.

¹⁶ En liaison premièrement avec le développement en 2008 d'une mémoire intégrée pour les capteurs RSV-HD et, dans une moindre mesure, avec la mise au point d'une nouvelle version du logiciel SESAM-VITALE pour MAC et PC.

¹⁷ Le résultat opérationnel est ici égal au résultat d'exploitation corrigé en 2013 du CICE, crédit d'impôt que nous avons reclassé au niveau de l'impôt sur les sociétés.

Résultat en K€	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA * 4 ans
Chiffre d'affaires	5 978,9	5 774,3	6 898,3	6 533,5	7 167,8	4,6%
Variation	-21,0%	-3,4%	19,5%	-5,3%	9,7%	
Résultat opérationnel	(69,7)	(317,9)	89,9	(152,1)	(472,3)	ns
En % du CA	-1,2%	-5,5%	1,3%	-2,3%	-6,6%	
Résultat financier	(41,1)	(22,5)	(10,5)	(8,1)	(30,2)	
Résultat exceptionnel corrigé	(405,8)	(24,3)	75,4	(77,8)	(198,4)	
Impôt sur les sociétés reclassé	-	-	-	-	167,3	
Résultat net	(516,7)	(364,7)	154,7	(238,0)	(533,6)	ns

* TMCVA : Taux moyen composé de variation annuelle

c) Résultat du 1^{er} semestre 2014

Comme indiqué précédemment, la fin de l'exercice 2013 a été marquée par une réduction des effectifs de la Société, accompagnée du départ en retraite des deux dirigeants fondateurs et de la nomination de Morgan Ohnona au poste de Président directeur général. Ces mesures, ainsi que la baisse des dépenses publicitaires ont permis au 1^{er} semestre 2014 de réduire sensiblement le point mort d'EBE corrigé, lequel est passé de 11 mois d'activité à 7 mois. Cette réduction des charges se combine avec des ventes exceptionnelles de formation et un niveau de marge brute élevé sur les ventes de capteurs et de matériels informatiques pour aboutir à un EBE corrigé de 1 138 K€, qui représente 30,7% du chiffre d'affaires.

Compte tenu de cette performance, selon nos calculs, l'activité d'édition de logiciels et celle de vente d'appareils d'imagerie médicale couvrent leur frais directs ainsi que leurs quotes-parts de frais indirects. En revanche, le site Dentaleco n'atteint pas encore le point mort opérationnel après affectation de frais généraux, lequel devrait toutefois pouvoir être atteint à terme compte tenu de la croissance rapide de l'activité.

Analyse frais fixes et MSCV* en K€	2012	2013	S1 2013	S1 2014	Variation
CA total	6 533,5	7 167,8	3 800,0	3 710,6	(89,4)
Achats et variations de stocks	(1 396,2)	(1 719,0)	(930,7)	(557,7)	373,0
Transport sur achats et ventes et emballages	(62,4)	(58,3)	(38,8)	(19,7)	19,0
Commissions sur ventes	(25,5)	(24,0)	(9,5)	(20,1)	(10,6)
Sous-traitance	(613,0)	(642,6)	(347,4)	(351,7)	(4,3)
Coûts variables	(2 097,1)	(2 443,9)	(1 326,4)	(949,2)	377,1
Marge sur coûts variables	4 436,4	4 723,9	2 473,6	2 761,4	287,8
En % du CA	67,9%	65,9%	65,1%	74,4%	
Loyers et charges locatives	(269,1)	(270,3)	(145,4)	(125,2)	20,2
Entretien et maintenance	(28,0)	(47,4)	(21,4)	(17,4)	4,0
Achats non-stockés	(72,5)	(62,5)	(32,5)	(22,7)	9,8
Assurance	(30,4)	(29,0)	(15,3)	(9,2)	6,1
Honoraires et commissions hors direction	(154,8)	(200,3)	(92,1)	(107,0)	(14,9)
Salons et publicité	(217,6)	(299,2)	(92,8)	(28,9)	63,9
Frais de mission et déplacements	(273,3)	(258,3)	(155,8)	(119,4)	36,4
Communication et affranchissement	(88,3)	(127,5)	(49,1)	(56,1)	(6,9)
Frais bancaires	(32,0)	(34,8)	(15,5)	(14,9)	0,7
Achats divers	(20,1)	(22,5)	(9,4)	(7,3)	2,1
Autres produits et autres charges	(8,4)	(5,0)	(4,4)	(5,7)	(1,2)
Sous-total achats & charges externes fixes	(1 194,3)	(1 356,9)	(633,9)	(513,6)	120,3
En % du CA	-18,3%	-18,9%	-16,7%	-13,8%	
Transferts de charges	20,8	22,0	11,9	8,3	(3,5)
Impôts et taxes	(141,4)	(162,2)	(82,7)	(70,2)	12,5
Frais de personnels hors Direction	(2 710,8)	(2 808,0)	(1 386,6)	(1 047,6)	339,0
Sous-total autres charges fixes	(2 831,4)	(2 948,3)	(1 457,4)	(1 109,5)	347,9
En % du CA	-43,3%	-41,1%	-38,4%	-29,9%	
Total frais fixes	(4 025,7)	(4 305,1)	(2 091,3)	(1 623,1)	468,2
En mois de MSCV	-10,9 m	-10,9 m	-10,1 m	-7,1 m	
EBE avant activations et frais de Direction	410,7	418,8	382,3	1 138,3	755,9
En % du CA	6,3%	5,8%	10,1%	30,7%	

*MSCV : marge sur couts variables

Néanmoins, selon le management, ce bon résultat résulte d'une conjonction de facteurs exceptionnellement favorables. En premier lieu, la réforme de la nomenclature des actes a suscité un besoin accru de formations payantes de la part des utilisateurs de logiciels dont l'impact sur l'EBE corrigé peut être estimé à 200 K€. Par ailleurs, ce changement réglementaire a créé un environnement propice à la mise à niveau des matériels (tant informatiques qu'en termes d'imagerie radiologique), engendrant un effet volume et le dégagement d'une marge brute élevée. Enfin, dans ce contexte, il n'a pas été nécessaire de reconduire les dépenses de communication et de publicité à leur niveau de 2013. Ces éléments cumulés ont un impact favorable de 400 K€ expliquant un peu plus de la moitié de la progression de l'EBE corrigé entre le 1^{er} semestre 2013 et le 1^{er} semestre 2014, le solde provenant pour l'essentiel de l'abaissement pérenne des charges de personnel, suite à la restructuration intervenue fin 2013. En neutralisant ces éléments exceptionnels, le point mort annualisé de l'EBE corrigé se situe à 8,4 mois d'activité ce qui demeure une amélioration sensible comparé à l'ensemble de l'année 2013 durant laquelle il ressortait à près de 11 mois.

Pour l'analyse des autres composantes du compte de résultat, nous présentons ci-après des soldes intermédiaires de gestion corrigés, en comptabilisant directement en charge l'ensemble de la sous-traitance informatique, laquelle est immobilisée dans les comptes publiés, et en neutralisant les activations de charges de personnel. Cette analyse permet ainsi d'immuniser le résultat opérationnel de l'impact des investissements incorporels passés et des dotations aux amortissements qu'ils génèrent encore dans les comptes afin d'obtenir une vision plus en ligne avec la marge opérationnelle future de l'entreprise¹⁸. Comme indiqué ci-après, selon cette approche, la Société a renoué avec une marge opérationnelle corrigée positive au 1^{er} semestre 2014, égale à 10%, contre une perte de 3,1% au 1^{er} semestre 2013. Compte tenu de cette performance, il serait par ailleurs dégagé un bénéfice corrigé de 241 K€ après impôt théorique normatif (se comparant à un bénéfice publié 197 K€) en faisant abstraction des reports déficitaires dont bénéficie Visiodent.

Analyse frais fixes et MSCV* en K€	2012	2013	S1 2013	S1 2014	Variation
CA total	6 533,5	7 167,8	3 800,0	3 710,6	(89,4)
EBE avant activations et frais de Direction	410,7	418,8	382,3	1 138,3	755,9
En % du CA	6,3%	5,8%	10,1%	30,7%	
Commissions de Direction	(121,0)	(121,0)	(60,5)	(416,5)	(356,0)
Salaires de Direction	(485,1)	(468,9)	(234,5)	(125,5)	108,9
Charges sociales	(228,0)	(217,9)	(102,9)	(47,9)	55,0
Sous-total	(834,1)	(807,8)	(397,9)	(589,9)	(192,1)
EBE après frais de Direction	(423,4)	(389,1)	(15,5)	548,4	563,9
En % du CA	-6,5%	-5,4%	-0,4%	14,8%	
Sous-traitance infomatique réintégrée en charges	(130,8)	(55,5)	(32,1)	(50,4)	(18,2)
EBE corrigé de la sous-traitance informatique	(554,2)	(444,6)	(47,7)	498,0	545,6
En % du CA	-8,5%	-6,2%	-1,3%	13,4%	
Amortissements corporels	(150,6)	(99,5)	(51,4)	(47,2)	4,2
Dotations nettes aux provisions	(29,4)	(43,9)	(18,1)	(79,4)	(61,4)
Résultat opérationnel corrigé	(734,2)	(588,0)	(117,1)	371,4	488,5
En % du CA	-11,2%	-8,2%	-3,1%	10,0%	
Résultat financier	(8,1)	(30,2)	(6,2)	(17,9)	(11,8)
Résultat exceptionnel	(77,8)	(198,4)	(1,9)	7,6	9,5
Impôt effectif	-	167,3	137,0	-	(137,0)
Impôt normatif en l'absence de déficit	-	-	-	(120,4)	(120,4)
Résultat net corrigé	(820,1)	(649,3)	11,9	240,7	228,8
Activations de charges de personnel immobilisées	892,3	727,2	365,8	141,0	(224,8)
Sous-traitance informatique immobilisée	130,8	55,5	32,1	50,4	18,2
Impôt normatif en l'absence de déficit	-	-	-	120,4	120,4
Dotations aux amortissements incorporels	(441,0)	(667,1)	(340,6)	(355,5)	(14,9)
Résultat net publié	(237,9)	(533,6)	69,2	196,9	127,7

¹⁸ En effet, la Société dispose désormais de l'acquis d'expérience lié à la création de son site d'e-commerce et pourra par ailleurs modifier plus aisément ses logiciels à la faveur des prochaines évolutions réglementaires.

Il convient toutefois de noter que sans la contribution d'éléments exceptionnellement favorables dont l'impact sur le résultat opérationnel corrigé peut être estimé à 400 K€ (cf. supra), ce dernier eût été légèrement en perte compte tenu du niveau des commissions de direction (416 K€).

d) Conclusion sur la capacité bénéficiaire de Visident

En conclusion, au cours des 5 derniers exercices, la Société a publié à quatre reprises des pertes dont le cumul s'établit à près de 1,7 M€. Seul l'exercice 2011 a connu un léger bénéfice de 155 K€, illustrant l'effet positif des ventes de capteurs, dont nous avons vu la nature cyclique, et qui, les bonnes années, permettent à la Société d'absorber l'ensemble de ses frais fixes. On notera par ailleurs que le cumul des pertes publiées lors des exercices 2012 et 2013, soit 772 K€, a été réduit par le haut niveau d'activation de charges, soit 1 619 K€, et que d'autres choix comptables plus conservateurs eussent pu conduire à des pertes plus importantes. Toutefois, les réductions d'effectifs intervenues à la fin de l'année 2013 ont permis à la Société d'abaisser sensiblement le point mort de son EBE corrigé, comme l'illustrent les comptes du 1^{er} semestre 2014. Pour l'avenir, le maintien d'une situation bénéficiaire dépendra bien évidemment du niveau d'activité de la Société ainsi que de celui des coûts de direction. A ce titre, il convient de préciser que les accords conclus entre la Société et les anciens dirigeants prévoient que ces derniers assistent la nouvelle direction durant une période de transition de 3 ans, de 2014 à 2016, un comité stratégique étant créé, auquel participent Messieurs Meyer Ohnona, Jacques Sebag et Morgan Ohnona (cf. § 5).

e) Génération de cash flow

Au cours de la période couvrant les 5 derniers exercices et le 1^{er} semestre 2014, l'évolution de la trésorerie générée par l'activité de la Société a été assez heurtée avec deux bonnes années (2009 et 2011) et deux mauvaises années, étant précisé qu'il s'agit des deux derniers exercices (2012 et 2013). On note toutefois une bonne adaptation des stocks¹⁹ les années de recul des ventes de matériels venant réduire le risque lié à l'insuffisance d'autofinancement en bas de cycle.

Tableau de financement en K€	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014	Cumul
Résultat net	(516,7)	(364,7)	154,7	(238,0)	(533,6)	196,9	(1 301,3)
Dotations nettes aux amort. et provisions	1 129,6	587,6	922,6	411,1	810,5	482,1	4 343,4
(Plus)/moins-values de cession	(0,2)	(0,3)	-	47,7	17,6	-	64,9
Capacité d'autofinancement	612,7	222,6	1 077,2	220,8	294,5	679,0	3 106,9
Production immobilisée (activations)	(185,3)	(246,8)	(262,3)	(892,3)	(727,2)	(141,0)	(2 455,0)
Capacité d'autofinancement nette des activations	427,4	(24,2)	815,0	(671,5)	(432,7)	538,0	651,9
Variation de BFR	137,9	266,7	(9,8)	614,5	192,5	(383,1)	818,8
Cash flow après variation de BFR	565,3	242,5	805,2	(57,0)	(240,2)	154,9	1 470,7
Investissements auprès de tiers extérieurs	(165,2)	(326,6)	(293,3)	(760,7)	(131,1)	(60,5)	(1 737,5)
<i>Dont incorporels (informatique sous-traitée)</i>	<i>(140,3)</i>	<i>(223,0)</i>	<i>(263,7)</i>	<i>(130,8)</i>	<i>(55,5)</i>	<i>(50,4)</i>	<i>(863,7)</i>
<i>Dont corporels (agencements et équipements)</i>	<i>(24,9)</i>	<i>(103,7)</i>	<i>(29,5)</i>	<i>(629,9)</i>	<i>(75,6)</i>	<i>(10,1)</i>	<i>(873,8)</i>
Produits de cession d'imm. corp et incorp	4,9	-	3,6	7,9	6,4	-	22,8
Cash flow avant variation des actifs financiers	404,9	(84,2)	515,5	(809,8)	(364,9)	94,4	(244,0)

Il convient de relever que la hausse des investissements corporels observée en 2012 résulte de la rénovation des locaux que la Société occupe à Saint Denis pour un montant de près de 500 K€. Ces bureaux sont loués à la SCI la Plaine, société détenue par les deux familles des actionnaires majoritaires. Ces travaux relativement lourds ont permis de mieux adapter l'espace aux besoins opérationnels de la Société, tout en améliorant les

¹⁹ Se traduisant par une réduction du besoin en fonds de roulement (BFR) engendrant des variations de trésorerie positives les années durant lesquelles les ventes de matériels reculent (2009, 2010, 2012 et 2013).

conditions d'accueil de la clientèle. En contrepartie de ces travaux, la SCI la Plaine s'est engagée à ne pas renégocier son loyer lors du renouvellement du bail en mars 2017.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la consommation de trésorerie liée à l'activité observée au cours de la période étudiée (soit un cumul de 244 K€ de 2009 au 1^{er} semestre 2014), a été plus que compensée par le produit de cession des titres de la filiale espagnole en 2010 (550 K€).

Le solde des produits de cession et le cash flow dégagé en 2011 ont été utilisés au désendettement de la Société jusqu'à l'exercice 2012, au cours duquel les investissements réalisés ont nécessité l'obtention de nouveaux financements bancaires. Au final, l'endettement à fin juin 2014 est assez proche de celui prévalant en moyenne en 2009, soit au commencement de la période étudiée.

Tableau de financement en K€	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014	Cumul
Cash flow avant variation des actifs financiers	404,9	(84,2)	515,5	(809,8)	(364,9)	94,4	(244,0)
Acquisitions d'immobilisations financières	(30,3)	(7,1)	(8,7)	(23,3)	(2,3)	-	(71,7)
Produits de cession d'imm. financières	8,0	575,6	1,0	9,0	4,4	1,7	599,8
Autres variations	(0,0)	0,2	(0,6)	15,0	0,0	-	14,7
Cash flow avant variation de l'endettement	382,7	484,6	507,3	(809,1)	(362,9)	96,1	298,7
Variation de l'endettement financier	(515,8)	(142,8)	(355,4)	646,4	188,5	(93,2)	(272,3)
Cash flow libre pour l'actionnaire	(133,2)	341,8	151,9	(162,7)	(174,3)	2,9	26,4
Distribution de dividendes	(210,2)	-	-	-	-	-	(210,2)
Variation de trésorerie	(343,4)	341,8	151,9	(162,7)	(174,3)	2,9	(183,8)

On relèvera enfin que le dernier dividende distribué par la Société s'élevait à 5 ¢ par action, soit 210 K€ pour l'ensemble des coupons détachés, et qu'il a été payé en juillet 2009 au titre du bénéfice distribuable de 2008.

f) Situation financière

Du bilan fonctionnel de la Société résumé ci-après, il ressort que l'essentiel de l'actif économique est constitué d'immobilisations incorporelles autoproduites par l'entreprise (cf. les activations supra b), le cycle de commercialisation générant par ailleurs une situation d'excédent de fonds de roulement (EFR)²⁰.

Bilan actif fonctionnel en K€	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Immobilisations incorporelles	1 788,9	1 653,1	1 716,0	2 205,2	2 324,1	2 160,0
Immobilisations corporelles	100,3	162,2	143,1	598,7	579,6	542,5
Avances et acomptes sur immobilisations	7,2	3,2	15,3	61,0	28,9	28,9
Immobilisations d'exploitation	1 896,4	1 818,5	1 874,4	2 864,8	2 932,6	2 731,5
En % du CA	31,7%	31,5%	27,2%	43,8%	40,9%	73,6%
Stocks	610,2	410,6	561,7	192,7	232,4	98,3
Créances clients	1 834,8	2 169,6	1 812,6	1 980,0	2 009,3	2 027,6
Autres créances	619,0	368,0	148,0	252,3	227,4	245,1
Dettes fournisseurs	(677,3)	(648,6)	(599,7)	(761,7)	(476,4)	(192,3)
Autres dettes	(888,8)	(1 047,1)	(1 067,5)	(1 109,0)	(1 415,4)	(1 098,7)
Produits constatés d'avance	(1 128,1)	(1 143,1)	(1 164,4)	(1 314,7)	(1 558,9)	(1 760,0)
BFR net	369,8	109,4	(309,4)	(760,4)	(981,6)	(680,1)
En % du CA	6,2%	1,9%	-4,5%	-11,6%	-13,7%	-9,2%
Actif d'exploitation	2 266,1	1 927,8	1 565,1	2 104,5	1 951,0	2 051,3
Titres de participation	550,0	-	-	-	-	-
Autres immobilisations financières	113,6	95,0	102,7	117,0	114,9	113,2
Immobilisations financières	663,6	95,0	102,7	117,0	114,9	113,2
Actif économique	2 929,7	2 022,8	1 667,8	2 221,5	2 065,9	2 164,5

²⁰ Ou besoin en fonds de roulement (BFR) négatif.

De 2009 à 2010, le BFR de la société s'est réduit pour devenir un EFR dont le poids ramené au chiffre d'affaires atteint 13,7% à fin 2013 et 9,2% à fin juin 2014 (sur une base annualisée). Cette bonne performance traduit une stratégie de développement peu consommatrice en capitaux, qui suppose une gestion stricte des stocks. On notera à cette occasion que le lancement du site Dentaleco n'a pas d'incidence sur les stocks de marchandises, ces derniers étant la propriété du fournisseur auquel la Société sous-traite par ailleurs la logistique.

Il convient de relever que par son activité d'édition de logiciels et grâce à la perception des abonnements annuels, la Société bénéficie d'une ressource financière en constante progression qui se traduit par la comptabilisation de produits constatés d'avance²¹ (PCA). L'activité d'édition génère ainsi un EFR alors que les ventes en radiologie engendrent un BFR. Enfin, l'activité Dentaleco dégage quant à elle un léger EFR, une partie des ventes étant réglée au comptant.

Les dépréciations figurant au bilan concernent principalement les actifs circulants pour un montant de 663 K€ à fin juin 2014. Ce dernier provient pour 478 K€ d'une créance ancienne totalement provisionnée sur un ancien fournisseur de matériel électronique en liquidation judiciaire, le management estimant quasiment nulles les chances de recouvrement. Les créances clients sont quant à elles dépréciées à hauteur de 137 K€ à fin juin 2014, contre 68 K€ à fin 2013, ce qui dénote une dégradation du risque-clients, lequel demeure relativement réduit et diffus.

Bilan passif fonctionnel en K€	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Capitaux propres	2 616,1	2 251,4	2 406,0	2 168,1	1 634,5	1 831,4
Provisions pour risques	77,0	19,5	17,0	-	15,2	13,0
Dette financière	771,1	628,3	272,9	918,9	1 107,4	1 014,2
Trésorerie	(534,5)	(876,3)	(1 028,2)	(865,5)	(691,1)	(694,1)
Endettement financier net	236,6	(248,0)	(755,3)	53,4	416,2	320,1
Capitaux engagés	2 929,7	2 022,8	1 667,8	2 221,5	2 065,9	2 164,5

Comme l'indique le tableau du passif fonctionnel ci-dessus, la Société est peu endettée à fin juin 2014, son endettement net de trésorerie s'établissant à cette date à 320 K€. Cette situation succède à un excédent de trésorerie qui a atteint son maximum en 2011, en haut de cycle de ventes de capteurs, avec un encours net de 755 K€. Comme indiqué précédemment, le retour à une situation d'endettement net est intervenu en 2012, année marquée par des investissements de 760 K€²², dont près de 500 K€ pour la rénovation du siège de la Société.

Il convient enfin de noter que sous l'effet des pertes subies entre 2009 et 2013, les fonds propres de la Société ont connu une érosion de près de 1 M€. Ils ont pour principale contrepartie des actifs incorporels majoritairement autoproduits et dont la valeur réside dans la capacité de la Société à générer un goodwill²³. Selon nos calculs, au cours des 5 derniers exercices, la Société n'a pas créé de valeur pour ses actionnaires, cette dernière étant en perte ou dégageant un retour sur fonds propres (ROE²⁴) inférieur à son coût du capital. Après fiscalité normative, i.e. en l'absence de reports déficitaires, le ROE annualisé dégagé au 1^{er} semestre 2014 s'établit quant à lui à près de 11%.

²¹ Les PCA sont comptabilisés par la Société à compter de l'encaissement des abonnements.

²² En ce non-comprise la production immobilisée.

²³ Le goodwill ou création de valeur étant entendu ici comme la différence positive entre le rendement des fonds propres, ou ROE, et le coût du capital exigé par un actionnaire.

²⁴ ROE : return on equity, soit le résultat net rapporté aux fonds propres.

3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2014-2016

Le plan d'affaires de la Société contient des objectifs de résultats pour chacune des trois branches d'activité de la Société et couvre la période 2014 – 2016. Selon ce dernier :

- le pôle édition de logiciels et ventes de services verrait son chiffre d'affaires progresser de près de 4,5% par an en moyenne entre 2013 et 2016, principalement grâce aux ventes de services, et enregistrerait une légère progression de sa rentabilité opérationnelle à la faveur de la croissance attendue des volumes ;
- les ventes de matériels reculeraient quant à elles sur la période de près de 30% par rapport à 2013. Cette baisse serait plus prononcée sur le segment des appareils panoramiques que sur celui des capteurs. S'agissant des appareils panoramiques, la baisse procéderait d'une volonté délibérée du management de limiter les volumes au profit de la rentabilité, la marge brute sur ces équipements étant inférieure à celle dégagée sur la vente de capteurs, ces derniers nécessitant, en principe, moins de service après-vente. Le management table par ailleurs sur une baisse du taux de marge brute, conséquence principalement de l'adoption d'un mode de distribution totalement indirect par des distributeurs (cf. § 3.1). On notera que les marges au 1^{er} semestre 2014 ont au contraire augmenté sensiblement par rapport à 2013, ce phénomène résultant selon le management d'une conjoncture exceptionnellement favorable (cf. § 3.2 c)). Par solde, cette branche absorberait moins de frais fixes qu'en 2013 et en tout état de cause, ne jouerait pas au cours des trois années de prévision le rôle d'accélérateur de rentabilité comme cela avait pu être le cas en haut de cycle, comme en 2011 par exemple ;
- enfin, les ventes du site Dentaleco continueraient à croître sur un rythme compris entre 20% et 30%, bénéficiant ainsi d'un effet de levier opérationnel positif.

Il convient de souligner qu'après affectation d'une quote-part de frais généraux²⁵, la branche imagerie et le site Dentaleco dégageraient des pertes d'exploitation qui tendraient à se réduire à horizon 2016. Lors de nos entretiens, nous avons compris que le management ambitionnait de voir chacune des deux branches atteindre l'équilibre à terme.

En conclusion, le chiffre d'affaires de la Société progresserait en moyenne de 1,5% par an entre 2013 et 2016, et le taux d'EBE corrigé passerait de 5,8% à 18%. Près des trois quarts de cette progression du taux de marge s'expliqueraient par la baisse du point mort déjà effective au 1^{er} semestre 2014 et qui résulte de la réduction d'effectif intervenue fin 2013 (cf. § 3.1). Compte tenu de cet acquis, de la baisse attendue du taux de marge brute sur les ventes de capteurs et de l'absence d'un retour à un haut de cycle sur ce segment, les prévisions du management semblent plutôt prudentes.

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, il nous semble nécessaire d'extrapoler ce plan afin de tenir compte de la rentabilité additionnelle potentielle qui découle des ventes de capteurs, (cf. l'analyse des comptes § 3.2), ainsi que de la montée en puissance du site Dentaleco.

4. TRAVAUX D'EVALUATION

²⁵ Affectée selon une clé de répartition basée sur le nombre de postes.

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 Visident

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 développements de logiciels autoproduits, 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 30 juin 2014, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre d'actions égal à 4 504 229, ressort à 41 ¢ 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.

4.1.4 Transactions intervenant sur le capital de Visident

Le prix de 1,80 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est identique à celui qui a été retenu par les familles Ohnona et Sebag pour apporter leurs titres à l'Initiateur. Ultérieurement, l'augmentation de capital qui sera

souscrite pas les fonds gérés par CM-CIC Capital Privé se fera à un prix valorisant par transparence les titres Visident détenus par l'Initiateur à un prix identique de 1,80 € par action.

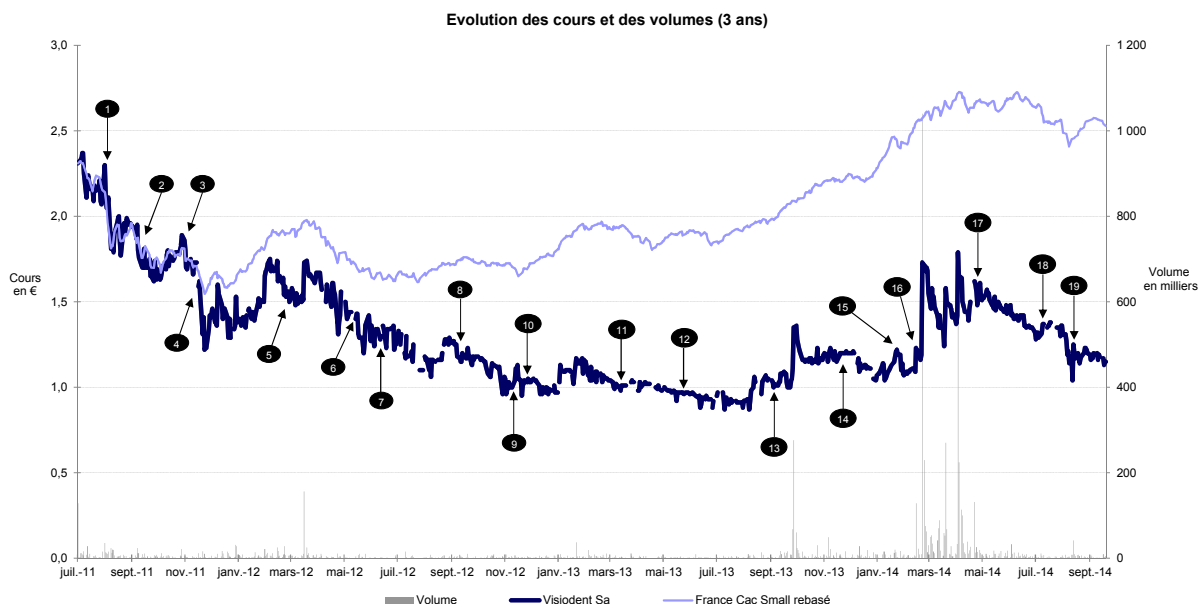
En cas de succès de l'Offre, les fonds pourraient détenir jusqu'à 18.80% du capital de Groupe Visident, soit un seuil significatif. En outre, le prix de souscription à l'augmentation de capital reflète en théorie une situation d'équilibre entre l'intérêt des actionnaires familiaux majoritaires à ne pas être dilués, et celui des fonds à ne pas souscrire à un prix trop élevé. Néanmoins, dans la mesure où les actionnaires familiaux ainsi que les fonds ont aussi un intérêt commun à minimiser le prix de revient des actions qui seront acquises par l'Initiateur, nous n'avons pas retenu cette référence.

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

4.2.1 Cours de bourse de Visident, retenus à titre principal

L'action Visident a été introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris le 19 février 1999 à 4,10 €²⁶. Le titre entre notamment dans la composition de l'indice général CAC Small (0,02%) ainsi que dans les indices sectoriels CAC Software & Computer Services (0,01%) et CAC Technology (0,01%).

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



²⁶ Cours ajusté suite à la division du nominal par 5 réalisée le 15 septembre 2000.

Renvois	Dates	Evènements
1	1-août-11	Chiffre d'affaires du S1 2011 (4 M€), en hausse de 34,7% suite au renouvellement de l'offre de produits en Radiologie via un partenariat avec E2V
2	6-sept.-11	Résultats du S1 2011, retour à un bénéfice net suite à une progression des marges opérationnelles
3	28-oct.-11	Chiffre d'affaires du T3 2011, en progression de 14,5%, soit une hausse de près de 30% sur neuf mois
4	23-nov.-11	Présentation et début de la commercialisation de Ligne 500, nouvelle version du logiciel dentaire Visident
5	23-févr.-12	Chiffre d'affaires 2011 (6,9 M€), en croissance de 20% porté par l'essor de l'activité Radiologie (+36,8%)
6	14-mai-12	Chiffre d'affaires du T1 2012, en baisse de 20,5%
7	11-juin-12	Assemblée Générale des actionnaires, autorisation d'un plan d'attribution de 300 000 actions gratuites avec une période d'acquisition de 2 ans
8	6-sept.-12	Résultats du S1 2012, diminution du chiffre d'affaires (3,2 M€) et des marges opérationnelles sous l'effet d'un effet volume défavorable en Radiologie dû à la concurrence directe du fournisseur
9	12-nov.-12	Chiffre d'affaires du T3 2012, en retrait de 10% sur neuf mois dû à la concurrence active des fabricants d'équipements en radiologie
10	27-nov.-12	Lancement de Dentaleco.com, site internet de vente en ligne de produits et consommables dentaires
11	4-mars-13	a. Chiffre d'affaires 2012 (6,5 M€), en repli de 5,3% suite au ralentissement des ventes d'imagerie b. Annonce du partenariat avec le groupe Samsung en vue de fabriquer des équipements de radiologie en 2D et 3D
12	27-mai-13	Chiffre d'affaires du T1 2013, en hausse de 4,5% suite à l'ouverture du site Dentaleco.com et au partenariat avec le groupe Samsung
13	9-sept.-13	Résultats du S1 2013, progression du chiffre d'affaires (3,8 M€) de 17% dans la continuité des résultats enregistrés au T1 2013
14	15-nov.-13	Chiffre d'affaires du T3 2013, en croissance de près de 10% sur neuf mois
15	22-janv.-14	Nomination de Morgan Ohnona en tant que nouveau PDG suite au départ à la retraite des deux dirigeants-fondateurs de la Société
16	14-févr.-14	Chiffre d'affaires 2013 (7,2 M€), en hausse de 10% grâce notamment aux ventes d'appareils Samsung et à la maintenance des logiciels en vue de la nouvelle réglementation des actes dentaires
17	29-avr.-14	Chiffre d'affaires du T1 2014, en retrait de 1% dû à une baisse de l'activité Radiologie
18	8-juil.-14	Attribution définitive et émission de 300 000 actions gratuites suite à la mise en œuvre du plan d'attribution d'actions gratuites du 11 juin 2012
19	13-août-14	Résultats du S1 2014, forte hausse de la marge opérationnelle

Après avoir atteint un point haut à 2,37 € les 6 et 7 juillet 2011, l'action voit son cours fortement baisser consécutivement aux inquiétudes sur les dettes souveraines européennes jusqu'à fin novembre 2011, conduisant vers un point bas de 1,22 € le 23 novembre 2011, soit une chute de près de 50% contre un recul de 33% pour l'indice CAC Small sur cette période. La croissance de l'activité et le retour à un bénéfice opérationnel enregistrés au cours du premier semestre 2011 à la suite d'un partenariat noué avec E2V concernant la fabrication d'équipements en radiologie, permet au titre de rebondir dès la fin du mois de novembre 2011. Cet effet positif se poursuit jusqu'à mi-mars 2012, date à laquelle le cours entame une nouvelle phase de baisse en lien avec la dégradation du chiffre d'affaires du premier semestre 2012 sous l'effet d'un essoufflement des ventes d'équipements en radiologie dû à la concurrence directe du fournisseur.

En dépit de deux brefs rebonds observés mi-août 2012 et début janvier 2013, la performance de l'action demeure négative jusqu'au début du mois d'août 2013 et se révèle nettement inférieure à celle de son indice de référence. Ainsi, entre mi-mars 2012 et le début du mois d'août 2013, le titre Visident accuse une baisse de 50% alors que le CAC Small se stabilise.

Par la suite, le titre connaît un regain d'intérêt à l'occasion de la publication des résultats au titre du premier semestre 2013 qui laisse apparaître une progression du chiffre d'affaires de 17% fondée, d'une part, sur la signature d'un nouveau partenariat avec le groupe Samsung en vue de commercialiser des nouveaux appareils de radiologie et, d'autre part, sur le début d'activité du site Internet Dentaleco. Cette phase haussière se poursuit jusqu'au 30 septembre 2013, date à laquelle le cours de clôture atteint 1,36 €. Après avoir connu une hausse de plus de 30% sur le mois de septembre 2013, l'action décroche dès le début du mois d'octobre 2013 et entame une nouvelle phase baissière jusqu'à la fin de l'année 2013 et ce, malgré l'annonce, le 15 novembre 2013, de la croissance soutenue du chiffre d'affaires intervenue au troisième trimestre 2013.

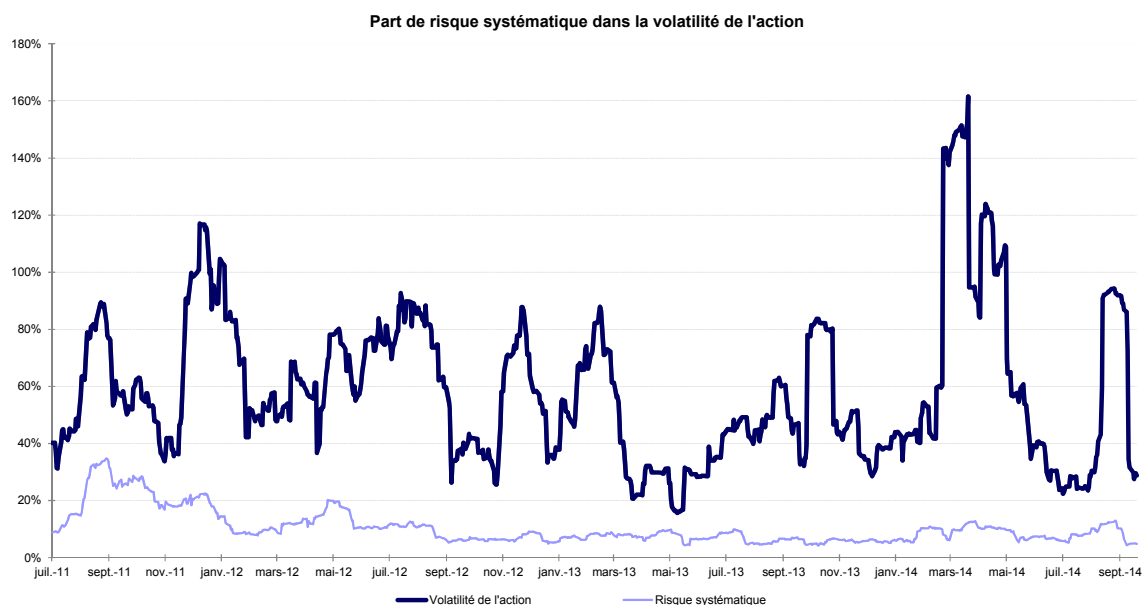
Dans le sillage de la publication du chiffre d'affaires annuel au titre de l'exercice 2013, le 14 février 2014, et jusqu'à fin avril 2014, l'évolution du titre se caractérise par une forte volatilité dont les points d'orgue sont les journées du 21 février et 3 avril 2014, durant lesquels le cours progresse respectivement de 45% et 26% dans des volumes respectifs de 1,04 millions (25% du capital) et 0,60 millions (14% du capital) de titres échangés. Cette phase de forte volatilité dont la cause demeure inexpliquée, s'avère bénéfique à la performance du titre en comparaison de celle de l'indice de référence. Ainsi, entre début août 2013 et fin avril 2014, le cours de la Société a progressé de 85% contre une hausse de 39% pour le CAC Small.

La communication d'un léger recul du chiffre d'affaires au premier trimestre 2014, le 29 avril 2014, provoque une chute du titre qui perd 5,6 % le jour même pour atteindre 1,52 €. Cet effet négatif se poursuit jusqu'à la séance du 12 août 2014, durant laquelle l'action atteint son cours le plus bas depuis le commencement de l'année 2014, soit 1,02 € (1,04 € pour le cours de clôture). Ainsi, entre le 28 avril 2014 et le 12 août 2014, l'action Visiodent perd-t-elle 35 % de sa valeur, alors que l'indice de référence ne recule que de 9 %.

Le 13 août 2014, la publication des comptes semestriels faisant apparaître un net redressement de la marge opérationnelle de la Société (cf. § 3.2), se traduit par une hausse de 20 % du cours de clôture à 1,25 €. Depuis cette date, en arrêtant nos observations le 19 septembre 2014, date d'arrêt de nos calculs, le cours évolue dans une fourchette comprise entre 1,09 € et 1,29 €. Sur cette période, le cours de l'action Visiodent affiche une performance négative de 8 % contre une hausse de 3 % pour l'indice de référence.

Comme indiqué dans le graphique ci-dessous, la volatilité de l'action²⁷ Visiodent a évolué, au cours des trois dernières années, entre 16 % (mai 2013) et 162 % (mars 2014). Cette évolution est décorrélée de celle de l'indice CAC Small, à l'exception des mois de l'été 2011.

²⁷ Annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants.



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

- décembre 2011 (117 %) : annonces d'un chiffre d'affaires en progression au 3^e trimestre 2011 et du lancement de la Ligne 500, nouvelle version du logiciel dentaire Visiodent ;
- juillet 2012 (93 %) : à la suite de la mise en œuvre d'un plan d'attribution de 300 000 actions gratuites ;
- mars 2014 (162 %) : dans le sillage du communiqué annonçant la progression du chiffre d'affaires annuel pour l'année 2013.
- août 2014 (94 %), suite à la communication des comptes semestriels.

Les moyennes de cours arrêtées au 19 septembre 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	2,24	0,81	1,47	7 397 084	9 459	164,2%	397,6%	93,7%
24 mois	2,24	0,81	1,46	6 250 535	11 974	138,8%	335,9%	94,3%
12 mois	2,24	0,96	1,51	5 594 958	21 437	124,2%	300,7%	97,7%
6 mois	2,04	1,02	1,57	2 338 101	17 713	51,9%	125,7%	96,2%
3 mois	1,40	1,02	1,25	255 990	3 879	5,7%	13,8%	92,4%
20 jours de bourse	1,27	1,11	1,18	47 998	2 526	1,1%	2,6%	92,3%
Spot	1,18	1,11	1,15	4 502	4 502	0,1%	0,2%	

La cotation de l'action montre une liquidité élevée en dépit de la taille réduite de la société et de l'absence de suivi de la part des bureaux d'analyse. Au cours des 12 derniers mois, il s'est ainsi échangé l'équivalent de 124 % du capital, soit 300 % du flottant.

Afin de capter l'effet de la publication des comptes semestriels, nous privilégions la moyenne pondérée des cours de clôture relevés entre le 13 août 2014 et le 19 septembre 2014, soit 1,20 €, qui ressort dans une fourchette comprise entre 1,09 € (cours atteint durant la séance du 20 août) et 1,29 € (le 13 août).

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

L'évaluation de la Société par la méthode des DCF²⁸ repose sur le plan d'affaires à trois ans décrit précédemment, et extrapolé par nos soins à horizon 2018. Nous avons opté pour une évaluation globale de la Société, une approche par branche nous paraissant peu adaptée²⁹.

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 libre³⁰, peut être supérieure au bénéfice de l'exercice. Il convient de rappeler que la distribution de la trésorerie résultant de l'EFR n'est envisageable qu'en cas :

- de liquidation de la Société³¹, 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.

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 durablement le montant du résultat net distribuable, toute distribution supérieure à ce dernier s'imputant sur les capitaux propres. Selon nos calculs, le flux de trésorerie normatif, compte tenu notamment de l'hypothèse de croissance perpétuelle retenue, cf. infra, serait proche du bénéfice distribuable.

b) Extrapolation du plan d'affaires

²⁸ Pour discounted cash flow.

²⁹ Pour plus de détail, se reporter à l'évaluation par les comparables boursiers où cette problématique est développée.

³⁰ Tel que défini dans le tableau de financement accompagnant la description des performances financières historiques de la Société, cf. supra.

³¹ L'EFR résultant de PCA qui seront in fine comptabilisés en résultat sauf remboursements d'éventuels trop perçus.

Nous avons prolongé le plan d'affaires jusqu'en 2018 afin de porter l'horizon de prévision explicite de 3 à 5 ans (2014-2018). En prolongeant les tendances décrites par le plan d'affaires, le chiffre d'affaires progresserait d'environ 5,5% par an en moyenne entre 2016 et 2018 et la marge d'exploitation progresserait de 1%. Au-delà, nous avons retenu pour le calcul de la valeur résiduelle une formule de rente à l'infini basée sur une hypothèse de croissance du cash-flow de 1,5% par an. 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 évoluant sur un marché mature, ce qui est le cas pour Visiodent.

Il convient de noter que nos calculs supposent la non-reconduction au-delà de leur terme en 2016, des contrats d'assistance passés entre les deux fondateurs (via les sociétés Sewa Service et Digital Cloud Consulting) et la Société.

Enfin, nous retenons pour le calcul de la valeur résiduelle à fin 2018 l'hypothèse d'une absorption totale des frais généraux alloués (cf. 3.3) par les branches Dentaleco et ventes d'équipements d'imagerie, conformément aux objectifs à moyen terme du management. Bien qu'assez favorable, cette hypothèse de passage du point mort opérationnel nous semble tout à fait envisageable, notamment dans le contexte d'une OPA qui serait éventuellement suivie d'une offre publique de retrait. Elle nécessiterait qu'advienne l'un ou plusieurs des événements suivants tels :

- une croissance plus soutenue que prévue dans le plan d'affaires des segments d'activité constituant des relais de croissance, tels le site Dentaleco ou les ventes de services connexes à l'édition de logiciels ;
- un retour régulier à des volumes de ventes de capteurs tels qu'observés en 2011 ou en 2008 plutôt qu'une baisse définitive par rapport au niveau de 2013 ;
- le maintien de taux de marges sur les ventes de capteurs plus proches de ceux observés au 1^{er} semestre 2014 que de ceux attendus dans le plan d'affaires. Comme indiqué précédemment, avec ce niveau de marge, la branche imagerie absorbe d'ores et déjà l'ensemble des frais généraux qui lui sont alloués.

Au-delà de ces scénarios plus favorables, l'objectif d'amélioration de marge que nous venons de décrire pourrait être raisonnablement envisagé par un éventuel acquéreur de la Société qui serait en mesure de dégager des synergies commerciales et de coûts. Dans la mesure où le fonds de private equity entrant au capital de Groupe Visiodent pourraient le cas échéant profiter d'un tel scénario, il nous semble équitable de retenir à horizon 2018 l'objectif d'amélioration des marges que nous venons de mentionner dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Ceci dit, il est important de préciser que la direction actuelle de la Société ainsi que ses fondateurs, nous ont affirmé n'avoir reçu aucune marque d'intérêt ni aucune offre de la part d'un tiers en vue d'acquérir le contrôle de son capital et, par ailleurs, qu'aucun mandat n'a été confié en vue de la recherche d'un acquéreur pour les titres détenus par les fondateurs et par les membres de leur familles.

c) Taux d'actualisation

La société est évaluée dans l'hypothèse de son désendettement rapide au vu des flux de trésorerie anticipés. Cette hypothèse de désendettement est par ailleurs cohérente avec le dégagement d'un excédent de trésorerie en année normative, cf. supra. Par simplification, le taux d'actualisation retenu est alors égal au coût des fonds propres à dette nulle³².

Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 11,26 %, et combine les paramètres et hypothèses ci-après.

- Il est retenu un coefficient de risque bêta de 0,90, égal à la moyenne des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans, des sociétés figurant dans les deux échantillons de comparables boursiers (cf. § 4.2.3) constitués par nos soins pour refléter la nature composite de l'activité de la Société. Au sein de chaque échantillon, il est calculé la moyenne des bêtas, pondérée par leur coefficient de détermination. Dans un second temps, il est retenu la moyenne de ces deux bêtas pondérée par la contribution de chacune des branches d'activité³³ à la marge sur coûts variables prévisionnelle de Visident. Il convient de noter que le bêta historique hors dette de l'action Visident oscille entre 1,15 et 1,45, ces bornes correspondant à des calculs basés sur des périodes d'observation respectives de 5 et 3 ans. Ces bêtas présentent des coefficients de détermination, r^2 , proches de 18%, niveau relativement faible compte tenu de la volatilité spécifique du titre (cf. § 4.2.1). Nous privilégions le bêta sectoriel de 0,90 à celui de la société dans la mesure où cette approche minimise le risque d'erreur statistique attaché au calcul d'un bêta individuel³⁴ et où il est généralement admis l'hypothèse selon laquelle les bêtas individuels tendent à converger vers la moyenne de leur secteur. En l'espèce, la Société présente, du fait de la volatilité de ses ventes de matériels, un profil de risque assez élevé dans une optique « stand alone », ce qui pourrait justifier l'utilisation d'un bêta supérieur à l'unité. En optant finalement pour un bêta de 0,9, il est privilégié une approche qui tend à refléter la valeur stratégique de la Société, ce qui constitue une hypothèse favorable aux actionnaires minoritaires.
- La prime de risque du marché des actions est estimée à 6,16 %, ce qui correspond à la moyenne calculée sur les six derniers mois au 31 août 2014 de la prime des sociétés de l'indice SBF 120, sur la base des abaques fournis par le cabinet Fairness Finance. Il est rappelé que cette prime est basée sur un mode de calcul prospectif par actualisation des cash flows prévisionnels des sociétés cotées.
- Le taux sans risque est égal à 1,77 % soit 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 faible compte tenu du bêta sectoriel retenu. Le fait de retenir un bêta inférieur à l'unité, et en tout état de cause inférieur à celui de l'action évaluée, nous semble constituer déjà une hypothèse favorable.
- Il est tenu compte d'une prime de taille de 2,95 % qui correspond, selon les données fournies par Fairness Finance, à la rentabilité additionnelle exigée des titres d'une PME cotée. Cette prime est par ailleurs

³² Le *tax shield* ou bouclier fiscal résultant du levier d'endettement peut être considéré comme non significatif sur une durée aussi réduite.

³³ D'une part l'activité d'édition et d'autre part celle de vente de matériels et de fournitures.

³⁴ Selon les travaux académiques et leur justification des ajustements de type bayésien.

cohérente avec celles relevées dans les notes d'offres visées par l'AMF pour l'évaluation des sociétés de petite taille.

- La prime de taille doit être complétée, selon nous, d'une prime de risque spécifique que nous fixons à 1%. Cette prime n'est retenue par nos soins que dans la mesure où nous avons intégré en année normative le potentiel d'amélioration des marges lié notamment aux ventes de capteurs (cf. § 3.2 et § 3.3), activité dont nous avons souligné le caractère particulièrement erratique. Cette activité est en effet, selon nous, la première cause de la volatilité spécifique des cours de l'action, la seconde étant le poids des frais généraux, qui limite la capacité distributive de la Société pour un actionnaire minoritaire.

d) Valeur des capitaux propres

La méthode des DCF conduit, selon nos calculs, à une valeur des fonds propres de Visident de 6,7 M€ dont 85% proviennent de la valeur résiduelle estimée à fin 2018³⁵ ce qui reflète le caractère relativement risqué du modèle d'évaluation de la Société. Ce dernier intègre l'hypothèse de disparition des « foyers de perte »³⁶ ainsi que le bénéfice des économies d'impôts futures attendues de la consommation des reports déficitaires de la Société.

Sur la base de 4 504 229 titres, la valeur de l'action Visident s'établit ainsi 1,50 €. Les étapes de passage de la valeur des flux actualisés à la valeur des fonds propres par action sont les suivantes :

Valeur des fonds propres	En K€ sauf mention	En %
Valeur présente des flux 2014-2018	1 025,9	15%
Valeur de rente fin 2018	4 178,1	62%
Disparition des foyers de perte à partir de 2018	1 617,6	24%
Engagements de fin de carrière	(84,0)	-1%
Valeur des fonds propres	6 737,6	100%
Nombre d'actions	4 504,2	
Valeur en € par action	1,50 €	

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		
		10,26%	11,26%	12,26%
Croissance à l'infini	1,00%	1,63 €	1,43 €	1,27 €
	1,50%	1,71 €	1,50 €	1,32 €
	2,00%	1,80 €	1,56 €	1,37 €
Ecart-type / valeur centrale :		11,4%		

Sur la base de ces résultats, la méthode des DCF conduit ainsi à un intervalle d'évaluation compris entre 1,32 € et 1,71 € par action, avec une valeur centrale de 1,50 €. Par rapport à cette dernière, le prix d'Offre induit

³⁵ En ce compris la disparition des foyers de perte (cf. § 3.3) et les engagements de fin de carrière dont l'horizon de calcul excède 2018.

³⁶ Pertes opérationnelles des branches imagerie et e-commerce, après affectation d'une quote-part de frais généraux (cf. § 3.3).

une prime de 20,3 %, contre 36,4% comparé à notre bas de fourchette et 5,1 % vis-à-vis du haut de fourchette.

Pour mémoire, l'hypothèse favorable de disparition à terme de « foyers de perte » (cf. 3.3), a un impact positif de 0,36 € sur la valeur centrale. D'autre part, les économies d'impôt résultant des reports déficitaires existant à fin 2013 ont un impact positif de 0,05 €.

4.2.3 Comparables boursiers, retenus à titre secondaire

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 a été établi deux échantillons de sociétés cotées, chacun étant représentatif des activités de Visiodent : d'une part l'édition de logiciels d'imagerie radiologique et de gestion, et d'autre part la distribution d'équipements, de fournitures et de consommables dentaires et médicaux. Il n'existe pas, à notre connaissance, de société cotée opérant dans l'une de ces activités qui ne s'adresse, à l'instar de Visiodent, qu'aux cabinets dentaires. A défaut, nous avons retenu des sociétés dont les principaux clients sont constitués de cabinets dentaires et médicaux, d'établissements de santé (cliniques, hôpitaux) et de pharmacies.

- S'agissant de l'activité d'édition de logiciels de radiologie et de gestion (ci-après la « branche édition »), nous avons retenu 10 sociétés cotées :
 - 8 sont spécialisées dans les logiciels de gestion ; Pharmagest Interactive, Medasys, CompuGroup Medical, Emis, Cerner, Athenahealth, Quality Systems et Computer Programs & Systems ;
 - 2 dans les logiciels médicaux ; Nexus et MeVis Medical Solutions.

Cet échantillon, hors sociétés en perte, affiche un taux de marge opérationnelle anticipé moyen compris entre 18% (2014) et 19,7% (2016), ce qui nous semble assez proche de la rentabilité de Société sur le segment de l'édition après répartition des frais généraux. Entre 2013 et 2016, la progression du chiffre d'affaires est attendue, en moyenne, à 9,8% par an ce qui est en revanche supérieur à la croissance anticipée pour la Société.

- Concernant l'activité de distribution d'équipements radiologiques, de fournitures et de consommables médicaux (ci-après la « branche distribution de matériels »), nous avons identifié deux sociétés positionnées principalement sur le marché des fournitures dentaires : Henry Schein et Patterson Companies. Nous complétons cet échantillon avec Owens & Minor, société retenue comme comparable des précédentes par les brokers américains.

Les sociétés composant cet échantillon affichent un taux de marge opérationnelle anticipé moyen entre 6,7% (2014) et 7,1% (2016). La croissance moyenne annuelle de leur chiffre d'affaires est attendue à 4,5% sur la période 2013-2016. Il est rappelé que, selon les prévisions du management de la Société, la vente d'équipements et l'e-commerce n'absorbent pas la totalité des frais généraux qui leur sont affectés.

Sur base la moyenne pondérée des cours de clôture des 20 dernières séances calculée le 19 septembre 2014, les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT³⁷ de ces deux échantillons sont les suivants :

VE/CA	déc-13	déc-14	déc-15	déc-16
Editeurs de logiciels de radiologie et de gestion				
Moyenne	3,44x	3,04x	2,73x	2,44x
Médiane	2,79x	2,42x	2,39x	2,34x
Distributeurs de consommables médicaux et dentaires				
Moyenne	0,90x	0,84x	0,80x	0,77x
Médiane	1,19x	1,09x	1,04x	0,99x

VE/EBIT	déc-13	déc-14	déc-15	déc-16
Editeurs de logiciels de radiologie et de gestion				
Moyenne (hors Athenahealth)	16,97x	14,43x	12,24x	11,06x
Médiane (hors Athenahealth)	16,04x	13,94x	12,07x	10,80x
Distributeurs de consommables médicaux et dentaires				
Moyenne	12,95x	12,45x	11,52x	10,74x
Médiane	11,78x	11,36x	10,61x	9,81x

Il convient de noter que nous n'avons pas retenu dans notre second échantillon les fabricants d'équipements en radiologie. En effet, à la différence de la Société, ces derniers disposent d'un outil de production ainsi que de la propriété des brevets. Pour mémoire, mis à part les grands groupes industriels diversifiés présents sur le secteur, nous avons identifié la société cotée Sirona Dental Systems ainsi que le département dentisterie de la société cotée Danaher³⁸, qui à eux deux détiennent plusieurs marques d'équipements en radiologie dentaire commercialisées en France : KaVo, Gendex et Schick Technologies. Cet échantillon présente un taux de marge opérationnelle anticipé moyen oscillant entre 20% (2014) et 21,1% (2016) et un taux moyen de croissance annuelle du chiffre d'affaires égal à 5,1% entre 2013 et 2016. Compte tenu des marges qu'elles dégagent, ces sociétés présentent des multiples de chiffre d'affaires 3 fois supérieurs à ceux des distributeurs d'équipements et de fournitures. Leurs multiples d'EBIT sont quant à eux supérieurs de 25% à ceux de notre échantillon d'éditeurs de logiciels.

b) Mise en œuvre des multiples

Comme indiqué précédemment, les multiples applicables à l'activité d'édition sont supérieurs à ceux de la distribution de matériels. Cette hiérarchie nous semble adaptée pour refléter la valeur de la Société, compte tenu de la rentabilité de la branche édition et de la récurrence de ses revenus comparées à celles de la branche distribution de matériels. Toutefois, l'évaluation individualisée de ces branches se heurte aux conséquences qui résultent de la taille modeste de la Société, voire à la nature même de son fonds de commerce :

³⁷ Pour earnings before interest and tax. En l'espèce il s'agit d'un multiple de résultat d'exploitation.

³⁸ Certains cabinets d'analyse financière évaluent cette société par la somme des parties et extériorisent des multiples d'évaluation pour la branche dentisterie.

- l'activité édition seule ne pourrait dégager une rentabilité satisfaisante du fait de l'importance des frais généraux prévisionnels de la Société. En d'autres termes, les ventes de matériels permettent globalement d'améliorer la marge de l'entreprise, notamment en haut de cycle en cas de lancement réussi d'une nouvelle gamme de capteurs (cf. § 3.2) ;
- néanmoins, à horizon 2016, la branche distribution de matériels n'a pas encore la taille critique suffisante pour absorber la totalité des frais généraux qui lui incombent. Ceci ne permet pas son évaluation individuelle, laquelle demeure qui plus est assez peu pertinente dans la mesure où le fonds de commerce de l'entreprise réside essentiellement dans sa clientèle d'utilisateurs de logiciels.

Pour ces raisons, nous avons exclu les multiples de chiffre d'affaires³⁹ car ces derniers sont principalement dépendants de la rentabilité opérationnelle des sociétés cotées et qu'aucun comparable ne présente une répartition d'activités identique à celle de Visident. Nous avons en revanche privilégié les multiples médians de résultat opérationnel en adoptant la démarche suivante :

- il est calculé un multiple synthétique pondéré en fonction de la contribution de chaque branche à la marge sur coûts directs. Ce multiple est ensuite appliqué au résultat opérationnel d'ensemble de la Société ;
- le résultat opérationnel est corrigé des dotations aux amortissements relatives aux activations passées afin de tenir compte de la structure de coûts future de l'entreprise.

Il a été appliqué aux résultats de nos évaluations une décote de taille de 33% qui reflète l'effet de l'écart de coût du capital lié à la taille entre la Société et la moyenne de notre échantillon. Par ailleurs, les éléments non récurrents (reports déficitaires, honoraires aux anciens dirigeants) sont évalués séparément. Enfin, tout comme pour l'approche DCF, il est fait l'hypothèse de l'absorption à terme de l'ensemble des frais généraux affectés à la branche distribution de matériels.

Par cette approche, la valeur centrale de la Société s'établit 1,48 € par action, située dans une fourchette comprise entre 1,33 € et 1,56 €. Par rapport à la valeur centrale, le prix offert présente ainsi une prime de 22 %. Les bornes basse et haute correspondent quant à elles respectivement à des primes de 34,9 % et de 15,4 %.

Compte tenu du caractère imparfait des échantillons que nous avons constitués, nous ne retenons cette approche qu'à titre secondaire.

4.2.4 Transactions comparables, retenues à titre secondaire

Cette approche repose comme la précédente sur l'application de ratios d'évaluation, qualifiés de multiples. Elle s'en distingue principalement pour les raisons suivantes :

- le numérateur du ratio est un prix qui, sauf mention, est issu d'une transaction majoritaire. A la différence des cours de bourse, qui en général⁴⁰ reflètent une valeur d'échange pour des actionnaires minoritaires, les multiples de transactions majoritaires intègrent ainsi une prime de contrôle ;
- ces transactions peuvent porter sur titres de sociétés non-cotées. Si ces dernières ont néanmoins un profil de risque compatible avec la cotation et si la transaction est majoritaire, il peut être considéré comme négligeable

³⁹ Les multiples calculés après frais financiers (PER, P/CF) n'ont pas été mis en œuvre, les leviers d'endettement des comparables et de Visident étant faibles. Par ailleurs, nous rejetons les multiples calculés avant dotations (P/EBITDA, P/CF), afin de neutraliser, autant que possible les divergences en matière d'activation de charges.

⁴⁰ Sauf sociétés faisant l'objet d'une OPA ou présentant un contexte spéculatif entretenant une anticipation d'OPA.

l'impact de la non-cotation sur la valeur du titre. La seconde différence avec les multiples de sociétés cotées réside alors dans le fait que le dénominateur du ratio est généralement un agrégat financier publié et non anticipé, les sociétés non-cotées ne faisant pas l'objet d'analyses rendues publiques. L'absence de prévisions publiques limite donc la portée de l'approche.

a) Description de l'échantillon

Nous avons sélectionné 6 transactions avec changement de contrôle, portant sur des sociétés non-cotées et exerçant l'essentiel de leur activité dans au moins un des domaines d'activité sur lesquels est présente Visiodent :

- la première et la seconde transaction concernent, à 6 années d'intervalle, la société Owandy, premier concurrent de Visiodent (cf. § 3.1) :
 - en avril 2008, la société Owandy SAS, a été cédée au groupe belge Arseus. La Société dégageait en 2007 un chiffre d'affaires consolidé de 20 M€ et une marge d'EBE d'environ 12 % ;
 - en février 2014, Arseus a cédé à Henry Schein une partie de son pôle « Activités médicale et dentaire » comprenant, notamment, la société Owandy et 4 sociétés de distribution de consommables médicaux et dentaires. Avec un chiffre d'affaires consolidé de 210 M€ en 2012, ce pôle affichait une marge d'exploitation de 2 %, la contribution des sociétés de distribution dans cet ensemble ayant tendance à peser sur le niveau de rentabilité opérationnelle ;
- les troisième et quatrième opérations concernent deux acquisitions réalisées par la société allemande CompuGroup Medical au cours du premier semestre 2011. Lauer-Fischer et MCS Parametrix sont deux sociétés respectivement allemande et suisse, spécialisées dans l'édition de progiciels de gestion à destination des pharmacies (Lauer-Fischer) et des hôpitaux et cabinets médicaux (MCS Parametrix). Lauer-Fischer et MCS Parametrix ont réalisé en 2010 des chiffres d'affaires respectifs 49,8 M€ et de 6 M€. La marge d'exploitation de Lauer-Fischer s'élevait à 12,5 % (celle de Parametrix n'étant pas rendue publique).
- Les deux dernières transactions portent sur des sociétés présentes sur le marché de la distribution de consommables médicaux : NM Medical (mai 2011) et PBG (août 2011) acquises par la société néerlandaise Mediq. NM Medical (société française) et PBG (société hollandaise) ont réalisé en 2010 des chiffres d'affaires respectifs de 25 M€ et 61 M€ pour des marges d'exploitation de 8,5 % et 7 %.

b) Mise en œuvre des multiples

De toutes les transactions étudiées, celle intervenue en 2008, qui concerne Owandy nous semble la plus pertinente, En effet cette société avait à l'époque un mix produits assez proche de celui de Visiodent. En

revanche, celle intervenue en 2014 est moins exploitable du fait de la dilution du pôle Owandy-Julie dans un ensemble très largement constitué de sociétés de distribution. Pour cette raison, et en dépit de son caractère déjà ancien, nous privilégions la transaction de 2008 pour la détermination de la valeur centrale découlant de l'approche des transactions comparables, celle de 2014 et les autres références n'étant prises en compte qu'à titre de recoupement.

Selon les informations disponibles, l'acquisition d'Owandy SAS en 2008 faisait ressortir des multiples de chiffre d'affaires et d'EBE de, respectivement 1,1x et 9x. Selon nos calculs, l'application de ces multiples conduit à des valeurs centrales respectives de 1,56 € et 1,58 €, soit de 1,57 € en moyenne par action Visiodent. Ces valeurs centrales sont par ailleurs encadrées par une borne basse de 1,47 € et une borne haute 1,67 €.

A titre de recoupement, les multiples issus des autres références conduisent à une valeur centrale de 1,59 €, confirmant notre précédente valeur centrale. Par ailleurs, il ressort une fourchette, comprise entre 1,15 € et 2,04 €, intervalle qui encadre et donc confirme également celui de la transaction retenue à titre principal.

En conclusion, la transaction portant sur Owandy en 2008 nous semble conduire à une valeur centrale cohérente, des références plus récentes mais moins directement comparables confirmant ce résultat. Néanmoins, compte tenu du caractère ancien de la référence, nous retenons cette approche à titre secondaire.

Comparé à la valeur centrale de 1,57 €, le prix proposé dans le cadre de l'Offre fait ressortir une prime de 14,7 %. Les bornes de 1,47 € et de 1,67 € font quant à elles ressortir respectivement une prime de 22,3 % et une décote de 7,9 %.

Comme précédemment, ces résultats intègrent l'hypothèse d'absorption, à terme, par la branche distribution de matériels de l'ensemble des frais généraux qui lui incombent. Ce scénario a un impact de 21 ¢ par action.

5. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

Comme mentionné précédemment, des fonds gérés par CM-CIC Capital Privé souscriront à une augmentation de capital de l'Initiateur afin de financer en partie la présente Offre. Parallèlement, CM-CIC a accordé une ligne de crédit à l'Initiateur pour financer le solde de l'acquisition des titres qui seront apportés à l'Offre. Enfin, CM-CIC Securities perçoit des honoraires en tant que banque présentatrice de l'Offre. Les conditions de crédit et les honoraires qui ont été portés à notre connaissance, ainsi que les dispositions du pacte d'associés conclus entre les fonds du CM-CIC Capital Privé, les actionnaires de la famille Ohnona et ceux de la famille Sebag⁴¹, ne sont pas, selon nous, de nature à rompre le principe d'égalité entre les actionnaires.

De plus, nous avons examiné le pacte d'actionnaires liant l'Initiateur et les managers tenus de conserver 300 000 actions Visident jusqu'au 29 juin 2016 (cf. § 1). Les conditions de ce pacte, notamment celles relatives à la liquidité des titres⁴², ne sont pas non plus, selon nous, de nature à rompre le principe d'égalité entre les actionnaires.

Par ailleurs, bien qu'elles n'aient pas été mises en place dans le cadre de la présente Offre, il est précisé qu'à la suite de la démission de leurs postes de direction fin 2013, Messieurs Meyer Ohnona et Jacques Sebag ont conclu à travers les sociétés Sewa Service (contrôlée par Monsieur Meyer Ohnona) et Digital Cloud Consulting (contrôlée par Jacques Sebag) des conventions d'assistance avec la Société afin d'assurer la transition avec le nouveau management, Monsieur Morgan Ohnona ayant pris ses fonctions de Président directeur général en janvier 2014. Il est ainsi créé un comité stratégique composé de Monsieur Morgan Ohnona et des deux fondateurs. Ces conventions dont la durée est fixée à trois ans, fixent à 130 K€ le plafond des honoraires pouvant être perçus indirectement et annuellement par chacun des deux fondateurs. Leur montant n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, ces conventions sont de durée limitée et les honoraires qu'elles prévoient sont inférieurs aux rémunérations de direction qui étaient perçues jusqu'au départ en retraite de leur bénéficiaires. Ces gratifications nous semblent ainsi dues en qualité de consultants expérimentés et non d'actionnaires indirects de Visident.

Enfin, Il est rappelé que les deux fondateurs se sont vus remettre indirectement, via leurs holdings personnelles, les sociétés Financière York et Financière Louisa, des actions de l'Initiateur en rémunération de l'apport à ce dernier des actions Visident détenues par leurs holdings, sur la base d'une valeur d'apport de 1,80 €, identique au prix de l'Offre.

Il n'existe pas, à notre connaissance d'autres accords connexes susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation du prix de l'Offre.

⁴¹ Qui, en particulier, ne prévoient pas de prix de sortie garanti

⁴² Idem note 41

6. 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 CM - CIC Securities en sa qualité de Banque Présentatrice de l'Offre (ci-après la « Banque » ou « CM-CIC »).

Les valeurs auxquelles la Banque et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

<i>En € par action</i>	BM & A			CM - CIC		
Méthodes / critères	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux de trésorerie anticipés	1,32 €	1,50 €	1,71 €	1,01 €	1,10 €	1,21 €
Approches analogiques						
Comparables boursiers :						
Multiple de résultat opérationnel	1,33 €	1,48 €	1,56 €	0,26 €	0,84 €	1,38 €
Multiple de résultat net	na	na	na	0,12 €	0,85 €	1,52 €
Moyenne des multiples 2014	na	1,33 €	na	0,12 €	0,19 €	0,26 €
Moyenne des multiples 2015	na	1,53 €	na	0,87 €	0,89 €	0,91 €
Moyenne des multiples 2016	na	1,56 €	na	1,38 €	1,45 €	1,52 €
Moyenne V/EBIT et PER 2015, 2014 et 2016	na	na	na	0,12 €	0,84 €	1,52 €
Transactions comparables	1,47 €	1,57 €	1,67 €	na	na	na
Références au cours de bourse						
Cours moyens depuis le 13 août 2014	1,09 €	1,20 €	1,29 €	na	na	na
Dernier cours du 18 septembre 2014	na	na	na	na	1,15 €	na
Cours moyens 1 mois au 18 septembre 2014	na	na	na	1,13 €	1,16 €	1,23 €
Cours moyens 3 mois au 18 septembre 2014	na	na	na	1,04 €	1,23 €	1,38 €
Cours moyens 6 mois au 18 septembre 2014	na	na	na	1,04 €	1,57 €	1,79 €
Cours moyens 12 mois au 18 septembre 2014	na	na	na	1,00 €	1,51 €	1,79 €

Légende : valeurs retenues en gras dont celles à titre principal sur fond bleu

Nos travaux présentent des divergences dans la mise en œuvre des méthodes ou le choix du cours de référence. Par ailleurs, nous avons retenu la méthode des transactions comparables, la Banque ayant fait le choix de la rejeter.

a) Divergences entre les méthodes d'évaluation communes

Tout comme la Banque, nous avons retenu les méthodes des DCF et des comparaisons boursières. Les divergences entre nos travaux respectifs résultent essentiellement de l'estimation des investissements futurs, ce qui affecte la méthode des DCF ainsi que celle des comparables, au travers des dotations aux amortissements impactant le résultat opérationnel ainsi que le résultat net.

Si l'on retient une définition strictement comptable de l'investissement incluant i) la production immobilisée, ii) la sous-traitance relative aux développements de logiciels et iii) les investissements corporels, la Banque retient, en 2019, un budget annuel normatif d'environ 830 K€, contre moins de 610 K€ pour notre part. Selon nos calculs, ce budget annuel de 610 K€ correspond au trois postes suivants :

- au coût de la main d'œuvre employée par la Société au sein de son département « logiciels », soit environ 340 K€ d'activation ;
- à un budget d'environ 100 K€ pour les investissements corporels, étant rappelé que la Société est locataire des locaux qu'elle occupe et qu'elle a financé les travaux de leur remise à neuf en 2012 (cf. § 3.2. e) ;
- et enfin, à 170 K€ de sous-traitance informatique, ce montant correspondant en Euro courant à la moyenne observée au cours des 5 derniers exercices⁴³ et au 1^{er} semestre 2014.

D'autre part, sur l'horizon de prévision explicite couvrant la période 2014-2018, et compte tenu de la remise à neuf des locaux et de la réalisation du site d'e-commerce intervenues en 2012, ainsi que de l'adaptation des logiciels à la nouvelle nomenclature des actes entre 2013 et 2014 et de la réduction d'effectif fin 2013, il nous semble que les dépenses d'investissements devraient connaître une baisse par rapport aux derniers exercices, ce mouvement étant déjà visible dans les comptes du 1^{er} semestre 2014 avec des activations en recul de 60% et des investissements auprès de tiers en baisse de 45%. Sur la période 2014-2018, nous retenons ainsi en moyenne un budget annuel d'investissement de 510 K€, contre 780 K€ pour la Banque, ce qui en terme de trésorerie, engendre un écart cumulé avant actualisation de près de 1,4 M€.

Comme mentionné précédemment, nous avons neutralisé l'impact des activations antérieures à 2014 pour appliquer les multiples de résultat opérationnel des sociétés comparables. Ce retraitement, qui s'ajoute à un niveau d'investissement prévisionnels et donc d'amortissements plus faible, explique l'essentiel de nos écarts sur la méthode des comparables.

D'autre part, pour le calcul de la valeur de rente du DCF, nous avons retenu un scénario de franchissement à terme du point mort opérationnel du site Dentaleco et du pôle ventes d'appareils d'imagerie radiologique. Nous rappelons que la prise en compte de cet objectif a pour contrepartie dans nos travaux, l'application d'une prime de risque spécifique de 1 %. Par solde, la combinaison de ces deux effets contraires a un impact de 0,20 € sur notre évaluation par les DCF. Selon nos calculs, cet impact équivaut à un objectif de marge opérationnelle normative de 13,3% en 2019, qui se compare à 12,4% attendus par nos soins en 2018⁴⁴. Pour sa part, la Banque modélise un taux de marge de 10 % en 2018, puis en année normative un taux de 8,7 % qui correspond à un taux médian entre les taux annuels successifs attendus dans son modèle de prévision.

La Banque n'ayant pas réalisé de modélisations par branche d'activité avec une répartition des charges entre parts fixes et variables, il ne nous est pas possible d'identifier précisément l'origine des écarts de marges entre nos travaux. Globalement, nous retenons des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires

⁴³ En Euros courant en tenant compte d'une inflation future de 2 % par an.

⁴⁴ Le passage de 12,4 % en 2018 à 13 % en année normative résulte de l'hypothèse de disparition des foyers de perte. Il correspond au surcroît de marge nécessaire, hors prime de risque spécifique de 1 %, pour produire un effet de 0,14 € sur la valeur.

supérieures à celles de la Banque. Par ailleurs, il ressort de nos prévisions un recul des charges d'exploitation en 2017 du fait de l'hypothèse de non-reconduction des honoraires revenant aux fondateurs dans le cadre des conventions d'assistance qu'ils ont conclues avec la Société (cf. § 5). Cette hypothèse impacte nos résultats issus tant de la méthode des multiples⁴⁵ que de celle des DCF. En revanche, les prévisions de la banque ne font pas ressortir en 2017 de rupture dans la croissance des charges entre la période du plan d'affaires et celle de son extrapolation.

L'ensemble de ces divergences a un impact sur la valeur des flux qui peut être estimé à 0,68 € par action. Cet écart est en partie compensé par l'application par nos soins d'une prime spécifique de 1 %. Cette différence quant à l'appréciation du risque réduit ainsi de 0,28 € l'écart de valeur résultant des différences de flux. Dans la mesure où la Banque retient des flux plus prudents, il est cohérent que le taux d'actualisation qu'elle applique soit plus faible. Toutefois, par solde, la valeur centrale à laquelle CM-CIC parvient par la méthode des DCF est inférieure de 0,40 € à la nôtre.

⁴⁵ Ces honoraires étant traités comme des charges exceptionnelles.

b) La référence au cours de bourse.

Au vu de la liquidité satisfaisante du titre, nous avons retenu dans nos travaux respectifs le cours de bourse comme référence. Dans ses travaux, la Banque privilégie le cours de clôture au 18 septembre 2014 et la moyenne pondérée des cours relevés sur trois mois jusqu'à cette même date. Pour notre part, nous avons privilégié la moyenne pondérée des cours de clôture relevés entre le 13 août 2014 et le 19 septembre 2014, ces derniers étant postérieurs à la publication des comptes du premier semestre dont nous avons vu qu'ils affichent une performance financière en nette amélioration par rapport aux comptes des deux derniers exercices. Ainsi, les actionnaires qui n'auraient pas pris pleinement conscience de l'effet des restructurations mises en œuvre fin 2013 et annoncées lors de la publication des comptes annuels, connaissent depuis le 13 août 2014 la nouvelle structure de coûts de la Société.

c) Méthode des transactions comparables non-retenue par la Banque.

La Banque a rejeté cette méthode principalement en l'absence de données récentes et jugées suffisamment fiables. Pour notre part, nous avons privilégié l'acquisition de la société Owandy par Arseus en 2008. Bien que cette dernière soit relativement ancienne, il nous semble que nous pouvons néanmoins la retenir dans la mesure où elle concerne le premier concurrent de Visiident et où la combinaison des multiples issus des transactions intervenues plus récemment dans le secteur, sur des éditeurs de logiciels ou des distributeurs de matériels, confortent les résultats auxquels nous parvenons.

7. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Visident auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 1,80 € 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 de trésorerie anticipés ⁽¹⁾	1,32 €	1,50 €	1,71 €	36,4%	20,3%	5,1%
Approches analogiques						
Comparables boursiers	1,33 €	1,48 €	1,56 €	34,9%	22,0%	15,4%
Transactions comparables	1,47 €	1,57 €	1,67 €	22,3%	14,7%	7,9%
Références au cours de bourse						
Cours moyens pondérés au 19 septembre 2014						
12 mois	0,96 €	1,51 €	2,24 €	87,5%	19,0%	-19,6%
6 mois	1,02 €	1,57 €	2,04 €	76,5%	14,6%	-11,8%
3 mois	1,02 €	1,25 €	1,40 €	76,5%	44,4%	28,6%
20 jours	1,11 €	1,18 €	1,27 €	62,2%	52,6%	41,7%
spot au 19 septembre 2014	1,11 €	1,15 €	1,18 €	62,2%	56,5%	52,5%
Du 13 au 19 septembre 2014 ⁽¹⁾	1,09 €	1,20 €	1,29 €	65,1%	49,9%	39,5%

⁽¹⁾ Critères ou méthodes retenus à titre principal

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a reposé sur les méthodes de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, des comparaisons boursières et des transactions comparables ainsi que sur la référence au cours de bourse.

Concernant en premier lieu les méthodes et références retenues à titre principal, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 20,3 % et de 49,9 % comparé respectivement à la valeur centrale découlant des DCF et à la moyenne des cours de clôture postérieurs au 13 août 2014, date de publication des arrêtés semestriels. Par rapport aux méthodes retenues à titre secondaire, il ressort des primes de 22 % et de 14,7 % correspondant pour leur part aux comparaisons boursières et aux transactions comparables.

Alors qu'il ne résulte pas d'une transaction majoritaire et compte tenu des fourchettes d'évaluation auxquelles nous parvenons, le prix offert nous semble faire bénéficier les actionnaires minoritaires d'une valeur potentielle stratégique ce qui leur est favorable au vu des performances financières modestes atteintes dans le passé par la Société. La prise en compte de cette valeur stratégique est du reste conforme, en principe, à la logique d'investissement du fonds de private equity tel que celui de CM-CIC entrant au capital de Groupe Visident.

En conséquence notre opinion est que le prix de 1,80 € par action offert dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Visident.

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 1,80 € offert par action Visiodent serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 24 septembre 2014

BM&A

Pierre Béal

Eric Blache

Associés

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

A l'exception des accords décrits à la section 1.4 de la Note d'Information, Visident 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.

6. ELEMENTS CONCERNANT VISIDENT SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date de la présente note en réponse, le capital social de Visident s'élève à 720.676,64 euros, divisé en 4.504.229 actions ordinaires de 0,16 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 4.509.949.

A la connaissance de Visident et selon les dernières informations sur les franchissements de seuil communiquées et les déclarations d'opérations en période d'offre, au 10 octobre 2014, le capital de Visident était réparti comme indiqué à la section 2.2 ci-dessus.

6.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Visident ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de Visident, au 10 octobre 2014, le capital social de Visident était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 2.2 ci-dessus.

Hormis l'Initiateur, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital et des droits de vote de Visident ne s'est fait connaître auprès de Visident.

6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

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

a) Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Visident a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 11 des statuts), en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, un nombre de titres représentant, immédiatement ou à terme, une fraction égale à 2,5% du capital et / ou des droits de vote aux assemblées, ou tout multiple de ce pourcentage et ce, même si ce multiple dépasse le seuil légal de 5%, doit informer la société du nombre total de titres qu'elle possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils, ou par tout autre moyen équivalent pour les actionnaires ou porteurs de titres résidents hors de France.

Cette obligation d'information s'applique dans les mêmes conditions que celles prévues ci-dessus chaque fois que la fraction du capital social et / ou des droits de vote possédée devient inférieure à l'un des seuils prévus ci-dessus.

En cas de non-respect des stipulations ci-dessus, les actions excédant le seuil donnant lieu à déclaration sont privées du droit de vote si cette privation est demandée par un ou plusieurs actionnaires possédant ensemble ou séparément 5% au moins du capital et / ou des droits de vote de la société, dans les conditions du code de commerce.

b) Droit de vote

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux droits de vote double, n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Il est rappelé que les statuts de la Société (article 12) prévoient l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire.

6.3.2 Accords entre actionnaires dont Visident a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

L'Initiateur et les Managers ont conclu, le 24 septembre 2014, un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux afin de régir leurs relations futures au sein de la Société. Ce pacte est plus amplement décrit à la section 1.4.2 de la Note d'Information.

Ce pacte a fait l'objet d'une déclaration à l'AMF en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce (voir avis publié par l'AMF le 26 septembre 2014 sous le numéro 214C1987).

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

A l'exception de ce qui est indiqué dans le paragraphe qui précède relativement au pacte, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Visident et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Visident en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

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

Néant.

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

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

6.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Visident

6.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Visident est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Ils sont toujours rééligibles.

La durée des fonctions d'un administrateur est de six années.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, les personnes morales doivent désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre sous réserve de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales ordinaires, le conseil d'administration peut procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, la nomination des administrateurs en cause est annulée, mais les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une action.

6.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, un quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

6.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration peut disposer de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres.

A la date de la présente note en réponse, le conseil d'administration de la Société dispose d'une délégation de compétence conférée par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 11 juin 2012 de procéder, en une ou plusieurs fois, au profit des salariés et/ou des mandataires sociaux de la Société, à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre de la Société, conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite de 10% du capital de la Société, soit 420.420 actions, auquel s'ajoutera le cas échéant, le nombre des actions supplémentaires à émettre pour préserver les droits des bénéficiaires et pour une durée de 38 mois qui expirera le 10 août 2015.

Il est rappelé que cette délégation de compétence a été utilisée partiellement par le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 29 juin 2012, qui a fixé les modalités d'un plan d'attribution gratuite d'actions portant sur 300.000 actions gratuites à émettre à l'issue d'une période d'acquisition de 2 ans courant à compter du 29 juin 2012. Le conseil d'administration de la Société a constaté, dans sa séance du 30 juin 2014, l'expiration de la période d'acquisition des actions gratuites et l'attribution définitive de 300.000 actions gratuites de la Société.

A l'exception de cette délégation de compétence, il n'existe aucune autre délégation en cours de validité.

6.8 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Visiodent

Néant.

6.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de Visiodent et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Néant.

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

« A ma 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. »

Morgan Ohnona, Président-Directeur Général