

NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

INITIEE PAR

PWCE PARTICIPATIONS



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° 15-293 en date du 23 juin 2015 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Prowebce 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 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de Prowebce (www.prowebce.com) et celui de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut également être obtenu sans frais auprès de :

Prowebce
14, rue Chaptal
92300 Levallois Perret

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, il est précisé que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Prowebce seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

	Page
1. Présentation et contexte de l'offre	3
2. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	14
3. Rapport de l'expert indépendant	15
4. Avis motive du Conseil d'adminstration de la Société	63
5. Intention des membres du conseil d'administration	66
6. Informations susceptibles d'avoir une incidence sur l'issue de l'offre	66
7. Nombre d'actions détenues directement ou indirectement par Prowebce et nombre d'actions qu'elle peut detenir a sa propre initiative	70
8. Modalités de mise à disposition des informations mentionnées à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF	70
9. Personnes assumant la responsabilité de la note d'information en réponse	70

1. PRÉSENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1. Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, PWCE Participations, société par actions simplifiée au capital de 51.856.204 euros, dont le siège social est situé 166-180, boulevard Gabriel Péri, 92240 Malakoff, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 810 315 606 (« **PWCE Participations** » ou l'« **Initiateur** ») a déposé le 9 juin 2015 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel elle s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Prowebce, société anonyme au capital de 397.485,20 euros, dont le siège social est situé 14, rue Chaptal, 92300 Levallois Perret, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 421 011 875 (« **Prowebce** » ou la « **Société** ») et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010355057, d'acquérir la totalité des 1.987.426 actions de la Société, de vingt centimes d'euro (0,20 €) de valeur nominale chacune (les « **Actions Prowebce** ») au prix unitaire de 52,90 euros par Action Prowebce (l'« **Offre** »).

Conformément à la réglementation applicable, et notamment, aux articles 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre a été déposée à titre obligatoire en raison du franchissement indirect par l'Initiateur du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de Prowebce en date du 1^{er} juin 2015 (voir section 1.3 ci-après)

L'Initiateur est une société nouvellement créée pour les besoins de l'Offre et de l'acquisition indirecte des titres de la Société l'ayant précédée (telle que décrite à la section 1.3 ci-après). À la date de la présente note d'information en réponse, l'Initiateur détient indirectement par l'intermédiaire de sa filiale Prowebclub, société par actions simplifiée au capital de 30.224.488 euros dont le siège social est situé 14, rue Chaptal, 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 518 172 515 (« **Prowebclub** »), de manière effective et par assimilation, un nombre total de 1.896.052 Actions Prowebce, représentant 95,40 % du capital et 95,78 % des droits de vote de la Société. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Compte tenu de la très faible part du capital détenue par le public (4,53% du capital et 4,18% des droits de vote) et en application des dispositions de l'article L. 433-4, III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions Prowebce non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation de 52,90 euros par Action Prowebce (voir section 1.3 ci-après).

L'Offre porte sur la totalité des Actions Prowebce existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur soit, à la date de la présente note d'information en réponse, 91.374 Actions Prowebce.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Aurel BGC garantit, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2. Cas particulier des actions souscrites en 2010 sous le régime fiscal dit « TEPA »

Par exception l'Offre ne portera pas sur les Actions Prowebce souscrites le 14 juin 2010 dans le cadre du régime fiscal de l'article 885-0 V bis du Code général des impôts résultant de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (la « **Loi TEPA** ») (les « **Actions TEPA** »), soumises à ce titre à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq (5) ans à compter de leur souscription et qui ne pourront être cédées sans pénalité fiscale qu'à compter du 1^{er} janvier 2016. Les 7.322 Actions TEPA ayant fait l'objet d'un accord distinct entre chacun de leurs titulaires et Prowebclub et celles pour lesquelles un accord distinct aura été conclu préalablement à l'ouverture de l'Offre entre chacun de leurs titulaires et l'Initiateur, aux termes desquels Prowebclub a d'ores et déjà, ou l'Initiateur, aura notamment pris un engagement irrévocable d'acquérir desdits titulaires d'Actions TEPA et lesdits titulaires d'Actions TEPA ont d'ores et déjà ou auront notamment pris un engagement irrévocable de céder à l'Initiateur leurs Actions TEPA à l'expiration de la période de conservation légale (l'« **Engagement de Liquidité** ») sont et seront considérées comme faisant partie des Actions Prowebce détenues par PWCE Participations par assimilation au titre des dispositions de l'article L. 233-9 I 4° du Code de commerce.

Les Actions TEPA ne sont pas susceptibles d'être apportées à l'Offre car elles demeurent soumises à l'obligation de conservation précitée prévue par l'article 885-0 V bis du Code général des impôts. Les Engagements de Liquidité conclus entre les titulaires d'Actions TEPA et Prowebclub et les Engagements de Liquidité qui seront conclus entre titulaires d'Actions TEPA et l'Initiateur préalablement à la date d'ouverture de l'Offre permettront aux titulaires d'Actions TEPA non susceptibles d'être apportées à l'Offre de les céder à Prowebclub ou à l'Initiateur selon le cas, lorsqu'elles deviendront disponibles tout en conservant l'avantage fiscal qui y est attaché.

L'Initiateur a indiqué qu'il proposerait à compter du dépôt du projet d'Offre à l'ensemble des titulaires des 29.625 Actions TEPA identifiés n'ayant pas encore conclu d'Engagement de Liquidité, de conclure des Engagements de Liquidité, sous réserve que les Actions TEPA concernées soient inscrites en compte au nominatif pur avant la date du retrait obligatoire. PWCE Participations prendra contact avec les porteurs d'Actions TEPA en fonction des informations dont elle dispose.

Les Engagements de Liquidité proposés par l'Initiateur à compter du dépôt du projet d'Offre aux 29.625 Actions TEPA souscrites le 14 juin 2010 qui n'ont pas encore fait l'objet d'un Engagement de Liquidité consisteront en des promesses croisées d'achat et de vente aux termes desquelles l'Initiateur s'engagera inconditionnellement et irrévocablement à acheter sur simple notification du titulaire d'Actions TEPA signataire, exerçable en une seule fois et pour l'ensemble des Actions TEPA détenues entre le 1er janvier 2016 et le 15 janvier 2016, à un prix égal à celui de l'Offre, soit 52,90 euros par Action TEPA. Dans l'hypothèse où le titulaire

d'Actions TEPA n'exercerait pas sa promesse d'achat, l'Initiateur disposera, pour une période courant du 16 janvier 2016 au 29 janvier 2016, d'une promesse de vente aux mêmes conditions. L'Initiateur a l'intention d'exercer les promesses de vente susvisées dans l'hypothèse où les titulaires d'Actions TEPA n'auraient pas exercé leur promesse d'achat entre le 1er janvier 2016 et le 15 janvier 2016 conformément aux dispositions de l'Engagement de Liquidité.

Seules les Actions TEPA inscrites en compte au nominatif pur et ayant fait l'objet d'un Engagement de Liquidité avant la clôture de l'Offre seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L 233-9° du Code de commerce et ne seront donc pas transférées à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire.

Les titulaires d'Actions TEPA sont invités par l'Initiateur à prendre contact avec Aurel BGC, 15/17, rue Vivienne 75002 Paris, en indiquant sur leur courrier « Offre Publique sur Prowebce – Engagements de Liquidité », ou à adresser un courrier électronique à l'adresse suivante : opa@prowebce.com, s'ils souhaitent conclure de tels Engagements de Liquidité, étant précisé que dans ce cas, les titulaires d'Actions TEPA seront également amenés à accomplir les diligences nécessaires à l'inscription de leurs Actions TEPA en compte au nominatif pur en prenant contact avec leur intermédiaire financier et avec BNP Paribas Securities Services, 9, rue du Débarcadère, 93500 Pantin, Tél : + 33 (0)1 42 98 00 53. La conclusion d'Engagements de Liquidité, s'accompagnant nécessairement d'une inscription des Actions TEPA concernées en compte nominatif pur, permettra aux Actions TEPA de ne pas être acquises par l'Initiateur lors du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Dans le cadre du retrait obligatoire, il est prévu que les Actions Prowebce qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception des Actions Prowebce détenues par l'Initiateur et des éventuelles Actions TEPA assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur titulaire pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 52,90 euros par Action Prowebce. Les Actions Prowebce seront radiées du marché Alternext d'Euronext Paris à l'issue de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

1.3. Contexte de l'Offre

Processus d'acquisition

PWCE Participations a conclu le 24 mars 2015 un protocole d'accord (le « **Protocole d'Accord** ») relatif à l'acquisition (l'« **Acquisition** ») de l'intégralité du capital social et des droits de vote de la société Prowebclub, société par actions simplifiée au capital de 30.224.488 euros dont le siège social est situé 14, rue Chaptal, 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 518 172 515 (« **Prowebclub** »), laquelle détient à la date de la présente note d'information en réponse 95,40% du capital social et 95,78% des droits de vote de Prowebce (en ce compris les actions de la Société détenues par assimilation au sens des dispositions de l'article L. 233-9 I 4° du Code de commerce et tel que détaillé à la section 1.1).

La réalisation de l'Acquisition était soumise à la satisfaction de certaines conditions suspensives dont, en particulier, l'autorisation de l'Acquisition par les administrations compétentes en matière de contrôle des concentrations. Cette autorisation a été obtenue et l'ensemble des conditions suspensives stipulées au Protocole d'Accord satisfaites. Le 1er juin 2015, PWCE Participations a, en conséquence, procédé à l'Acquisition de l'intégralité du capital social et des droits de vote de Prowebclub selon les modalités suivantes :

- l'apport à PWCE Participations, de tout ou partie des actions détenues directement dans Prowebclub par :
 - Patrice Thiry, président directeur général de Prowebce, et certains membres de sa famille ;
 - Philippe Dufour, un investisseur privé ;
 - Secafi Diagnostic Stratégie Emploi, société par actions simplifiée au capital de 2.245.092,50 euros dont le siège social est situé 20 rue Martin Bernard, 75013 Paris et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 312 938 483 ;
 - PWCE Invest A, société par actions simplifiée au capital de 3.245.171 euros dont le siège social est situé 166-180 boulevard Gabriel Péri, 92240 Malakoff et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 810 343 277 ; et
 - PWCE Invest B, société par actions simplifiée au capital de 197.468 euros dont le siège social est situé 166-180 boulevard Gabriel Péri, 92240 Malakoff et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 810 343 087.
- l'apport à PWCE Participations par Patrice Thiry et PWCE Invest A, d'une partie des parts sociales détenues dans la société 5HM, société à responsabilité limitée au capital de 1.155,884 euros, dont le siège social est situé 14 rue Chaptal, 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 514 783 844 (« **5HM** »), laquelle est une société holding ayant pour objet et pour activité exclusive la détention de titres de Prowebclub ;
- la cession à PWCE Participations de tout ou partie des actions Prowebclub et des parts sociales 5HM détenues par :
 - Edenred, société anonyme au capital de 457.729.042 euros dont le siège social est situé 166-180 boulevard Gabriel Péri, 92240 Malakoff et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 493 322 978 ;

- Secafi Diagnostic Stratégie Emploi, société par actions simplifiée au capital de 2.245.092,50 euros dont le siège social est situé 20 rue Martin Bernard, 75013 Paris et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 312 938 483 ;
- les fonds FCPI Partenariat & Innovation 2, FCPI Partenariat & Innovation 3, FCPI Partenariat & Innovation 4, FCPI Partenariat & Proximité 2 et FIP Pluriel Ouest 2, ayant pour société de gestion Edmond de Rothschild Investment Partners, société en commandite par actions au capital de 501.500 euros dont le siège social est situé 47 rue du Faubourg Saint Honoré, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989, et les fonds FCPI Iris Capital Fund III et FCPI OP Ventures Growth I, ayant pour société de gestion Iris Capital Management, société par actions simplifiée au capital de 1.000.000 euros dont le siège social est situé 62 rue Pierre Charron, 75008 Paris et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 424 495 315 ;
- des investisseurs privés ; et
- des salariés actuels ou anciens salariés de la Société ou Prowebclub.

Les différentes opérations de cession dans le cadre de l'Acquisition ont été réalisées selon la répartition suivante :

Titres Prowebclub cédés

Cédant	Cessionnaire	Nombre de titres Prowebclub cédés	Part représentative du capital de Prowebclub
Famille Thiry	PWCE Participations	2 775 785	9,184%
Managers	PWCE Participations	278 751	0,922%
Investisseurs privés	PWCE Participations	4 865 555	16,098%
Edenred	PWCE Participations	2 820 014	9,330%
SECAFI DSE	PWCE Participations	1 540 000	5,095%
EDRIP	PWCE Participations	5 088 313	16,835%
Fonds Iris	PWCE Participations	5 087 812	16,833%
		22.456.230	74,298%

Parts sociales 5HM cédées

Cédant	Cessionnaire	Nombre de titres 5HM cédés	% de participation 5HM cédée
Managers	PWCE Participations	230 042	19,902%
Investisseur privé	PWCE Participations	185 135	16,017%
		415 177	35,919%

Réinvestissement indirect dans Prowebce et structure du capital postérieurement à l'Acquisition

Comme indiqué précédemment, certains des cédants ci-dessus ont indirectement réinvesti dans Prowebce via l'apport à PWCE Participations, directement ou indirectement par le biais d'un véhicule d'investissement, d'une partie des titres qu'ils détenaient dans Prowebclub ou 5HM :

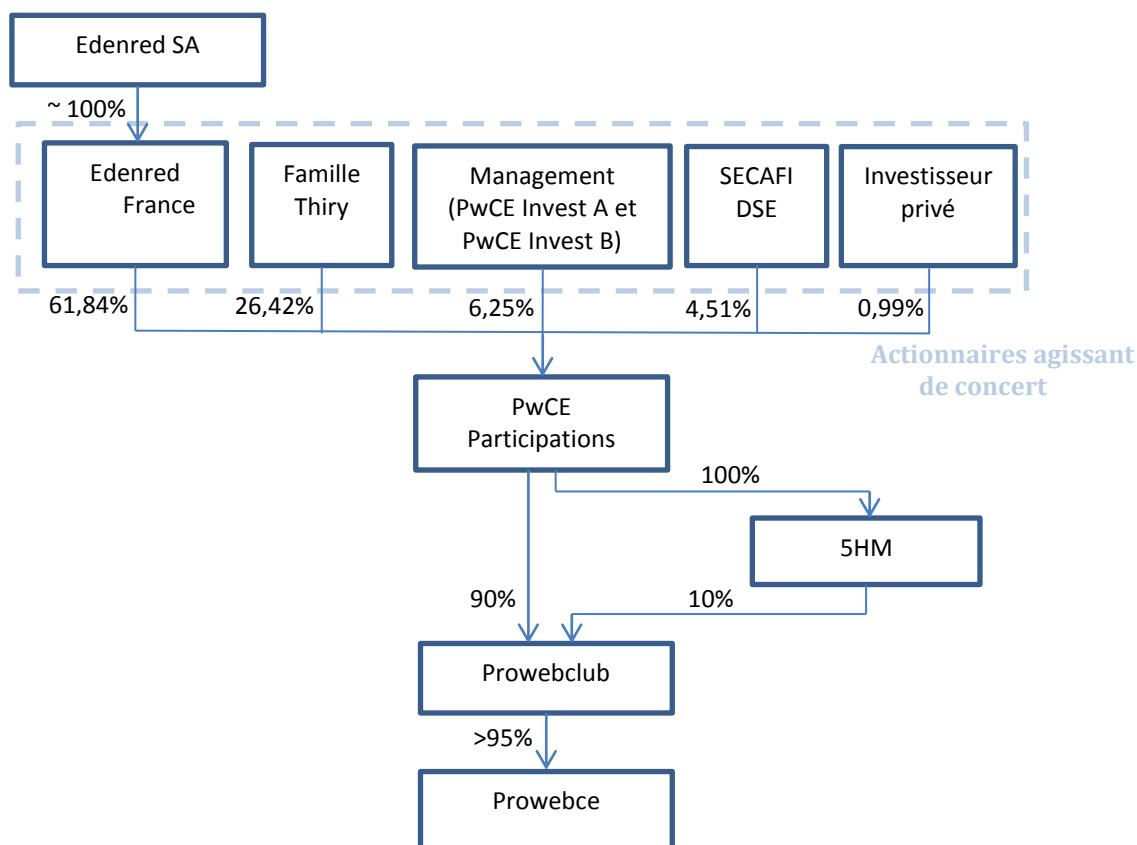
Apporteur	Bénéficiaire de l'apport	Nature des titres apportés	Nombre de titres apportés	% de participation apportée
Apports à PWCE Invest A				
Managers	PWCE Invest A	Actions ordinaires de Prowebclub	834 044	2,759%
Managers	PWCE Invest A	Parts sociales 5HM	120 000	10,382%
Apports à PWCE Invest B				
Managers	PWCE Invest B	Actions ordinaires Prowebclub	65 299	0,216%
Apports à PWCE Participations				
Famille Thiry	PWCE Participations	Actions ordinaires Prowebclub	2 955 400	9,778%
Investisseur privé	PWCE Participations	Actions ordinaires de Prowebclub	175 867	0,582%
SECAFI Diagnostic Stratégie Emploi	PWCE Participations	Actions ordinaires de Prowebclub	765 494	2,533%
Managers (via PWCE Invest A)	PWCE Participations	Actions ordinaires de Prowebclub	834 044	2,759%
Managers (via PWCE Invest B)	PWCE Participations	Actions ordinaires de Prowebclub	65 299	0,216%
Famille Thiry	PWCE Participations	Parts sociales 5HM	620 707	53,700%
Managers (via PWCE Invest A)	PWCE Participations	Parts sociales 5HM	120 000	10,382%

Taux de réinvestissement des actionnaires de Prowebclub dans PWCE Participations				
	Actions ordinaires Prowebclub		Parts sociales 5HM	
	% des titres de l'actionnaire cédés	% des titres de l'associé réinvestis (apportés)	% des titres de l'actionnaire cédés	% des titres de l'associé réinvestis (apportés)
Famille Thiry	48,43%	51,57%	0,00%	100,00%
Managers	23,66%	76,34%	65,72%	34,28%
Investisseur privé (ayant réinvesti) ¹	0%	100%	N/A	N/A
Investisseurs privés (n'ayant pas réinvesti)	100%	0%	100,00%	0,00%
Secafi DSE	66,80%	33,20%	N/A	N/A
Edenred SA ²	100,00%	0,00%	N/A	N/A
Fonds Iris	100,00%	0,00%	N/A	N/A
EDRIP	100,00%	0,00%	N/A	N/A

¹ Seul un investisseur privé parmi ceux détenant une participation dans Prowebclub antérieurement à l'Acquisition en date du 1er juin 2015, a réinvesti dans PWCE Participations pour l'intégralité de sa participation antérieure dans Prowebclub.

² Il est précisé qu'Edenred SA a cédé l'intégralité de sa participation au titre de l'Acquisition, mais qu'Edenred France a souscrit à l'augmentation de capital de PWCE Participations réalisée dans le cadre de l'Acquisition et détient depuis la réalisation de l'Acquisition 61,84% du capital de PWCE Participations.

Postérieurement à l'Acquisition, la structure de détention de la Société est ainsi la suivante :



L'Acquisition a été réalisée en contrepartie (i) d'un prix global de cession de 70.916.114 euros pour les titres Prowebce et 5HM cédées à PWCE Participations au bénéfice des cédants mentionnés ci-dessus, (ii) de l'émission au bénéfice des apporteurs mentionnés ci-dessus autres que PWCE Invest B de 19.787.042 actions ordinaires PWCE Participations, et (iii) de l'émission au bénéfice de PWCE Invest B de 1.365 actions ordinaires PWCE Participations avec bons de souscription d'actions PWCE Participations pour les titres Prowebclub apportés à PWCE Participations.

Ainsi, à la date, et dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition, PWCE Participations a :

- (i) réalisé une augmentation de capital en numéraire d'un montant nominal total de 32.062.570 euros par émission au pair de 32.062.570 actions ordinaires au profit d'Edenred France, alors associé unique de PWCE Participations ;
- (ii) réalisé plusieurs augmentations de capital successives d'un montant global total de 19.787.042 euros, par voie d'apports en nature d'actions Prowebclub ou de parts sociales de 5HM au profit de la famille Thiry, PWCE Invest A, PWCE Invest B, SECAFI Diagnostic Stratégie Emploi et un investisseur privé, en rémunération desquels elle a émis un total de 19.787.042 actions ordinaires ;

(iii) réalisé une augmentation de capital d'un montant nominal total de 1.365 euros (assorti d'une prime d'émission totale de 191.100 euros) par émission de 1.365 ABSA (dont les principales caractéristiques sont précisées ci-avant) en rémunération de l'apport par PWCE Invest B de 65.299 actions de Prowebclub ; et

(iv) réalisé une augmentation de capital en numéraire d'un montant nominal total de 227 euros (assortie d'une prime d'émission totale de 31.780 euros) par émission de 227 ABSA (dont les principales caractéristiques sont précisées ci-avant) au profit de PWCE Invest B.

Ainsi, le jour de la réalisation de l'Acquisition, un total de 1.592 actions à bons de souscription d'actions de PWCE Participations (les « **ABSA** ») ont été émises, toutes au profit de PWCE Invest B. Parmi ces 1.592 ABSA, 1.365 ABSA ont été émises en rémunération de l'apport à PWCE Participations par PWCE Invest B, d'actions de Prowebclub, et 227 ABSA ont été émises au bénéfice de PWCE Invest B dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, avec suppression du droit préférentiel de souscription à son profit. À chacune de ces ABSA sont attachés 1.000 bons de souscription d'actions (« **BSA** »), soit un total de 1.592.000 BSA. Les BSA ont fait l'objet d'un rapport d'évaluation indépendante établi le 25 mars 2015 par le cabinet Grant Thornton.

Chaque BSA donne le droit de souscrire à une action de PWCE Participations pour un prix d'exercice d'un euro par BSA. Le nombre maximum d'actions de PWCE Participations pouvant résulter de l'exercice de l'intégralité des BSA est donc de 1.592.000 actions (correspondant à une augmentation de capital de PWCE Participations d'un montant maximum de 1.592.000 euros), sous réserve de la mise en œuvre des mesures d'ajustement légales ayant pour objet la protection des droits des porteurs de BSA en cas de réalisation de certaines opérations (fusions, etc.).

Les BSA ne pourront être exercés qu'en cas de sortie, à savoir l'exercice d'un des mécanismes de liquidité profitant à Edenred France ou à la famille Thiry tel que détaillé dans la présente section 1.2.1. Le prix de cession des titres PWCE Participations issus de l'exercice des BSA a été déterminé selon une formule qui se base dans un premier temps sur le calcul d'un multiple dépendant du niveau de croissance de l'Ebitda consolidée (de PWCE Participations) au cours des trois derniers exercices clos à la date d'exercice des BSA. Dans un second temps, ce multiple obtenu est appliqué à l'Ebitda consolidé du dernier exercice clos à la date d'exercice des BSA dont le résultat doit encore être ajusté de la trésorerie nette (ou endettement net) consolidé (de PWCE Participations) du dernier exercice clos à la date d'exercice des BSA. Enfin, le montant obtenu doit être multiplié par le pourcentage de détention de PWCE Invest B dans PWCE Participations sur une base pleinement diluée, soit environ 2,98%.

La répartition du capital de PWCE Participations, postérieurement à l'Acquisition, était ainsi réparti comme suit :

Associé	Nombre d'actions ordinaires de PWCE Participations (hors ABSA)	Nombre d'ABSA1 de PWCE Participations	Pourcentage du capital social de PWCE Participations sur une base non diluée	Pourcentage du capital social de PWCE Participations sur une base diluée
Edenred France	32 067 570		61,84%	60,00%
PWCE Invest A	3 240 176		6,25%	6,06%
PWCE Invest B		1 592	0,00%	2,98%
Famille Thiry	13 693 608		26,42%	25,63%
SECAFI Diagnostic Stratégie Emploi	2 340 490		4,51%	4,38%
Investisseur privé	512 768		0,99%	0,96%
TOTAL	51 854 612	1 592	100,00%	100,00%

Modalités financières de l'Acquisition

Les cédants et apporteurs n'ont pas tous reçus le même prix par titre Prowebclub ou 5HM cédé (ou un nombre de titres PWCE Participations équivalent par titre Prowebclub ou 5HM apporté) dans le cadre de l'Acquisition, la différence de prix et le nombre d'actions PWCE Participations reçus dépendant du fait qu'ils ont, ou non, accepté de consentir des garanties dans le cadre du Protocole d'Accord.

Certains des cédants et apporteurs précités ont consenti à PWCE Participations une garantie d'actif et de passif dans le cadre de l'Acquisition.

Les accords conclus dans le cadre de l'Acquisition ne contiennent pas de clauses d'ajustement de prix. Un mécanisme de mise sous séquestre d'une partie du prix de cession des titres Prowebclub cédés par les fonds d'investissement gérés par la société Edmond de Rothschild Invesment Partners (« **EDRIP** »)³ est prévu dans le Protocole. Tout ou partie des sommes ainsi mises sous séquestre sera reversée aux acquéreurs aux termes de l'Acquisition dans l'hypothèse d'une mise en jeu des déclarations et garanties consenties aux termes du

³ Fonds FCPI Partenariat & Innovation 2, FCPI Partenariat & Innovation 3, FCPI Partenariat & Innovation 4, FIP Partenariat & Proximité 2 et FIP Pluriel Ouest, lesquels ont cédé dans le cadre de l'Acquisition la totalité de leur participation indirecte dans Prowebce (soit un nombre total de 5.088.313 actions Prowebclub).

Protocole. Dans l'hypothèse où certaines sommes subsisteraient à l'issue de la période convenue au Protocole, celles-ci seraient versées à EDRIP conformément aux termes de la convention de séquestre, sous la forme d'un complément de prix. Le total du prix versé aux fonds d'investissement gérés par EDRIP, inférieur à celui reçu par les autres cédants dans le cadre de l'Acquisition, s'il était augmenté de la totalité du complément de prix éventuellement versé à l'issue de la période convenue au Protocole en l'absence de mise en œuvre de la garantie, serait égal au prix moyen perçu par les autres cédants, soit 3,06 euros par action Prowebclub.

Le prix par transparence des actions Prowebce induit par les opérations d'apport et de cessions décrites ci-dessus au profit de l'Initiateur est de 50,75 euros et correspond à un prix moyen de 3,06 euros par Action Prowebclub, étant donné que certains actionnaires, compte tenu du fait qu'ils supportent plus ou moins la garantie d'actifs et de passifs, ont pu apporter sur une base de 2,92 euros ou de 3,19 euros par Action Prowebce. Sur la base du prix le plus élevé de 3,19 euros, prix perçu par la famille Thiry, il ressort un prix par transparence de 52,82 euros par Action Prowebce.

A l'occasion de la réalisation de l'Acquisition, un pacte d'associés a été conclu entre les associés de l'Initiateur (soit (i) Edenred France, (ii) la famille Thiry, (iii) PWCE Invest A, (iv) PWCE Invest B, (v) Secafi Diagnostic Stratégie Emploi et (vi) Monsieur Philippe Dufour), en présence de (x) l'Initiateur, (y) Prowebclub et (z) 5HM le 1er juin 2015 (le « **Pacte d'Associés** »). Le Pacte d'Associés organise notamment la gouvernance de l'Initiateur, de Prowebclub et de Prowebce et prévoit à cet égard (i) que Monsieur Patrice Thiry demeurera président directeur général de Prowebce et (ii) la nécessité d'obtenir l'accord préalable de certains des associés de PWCE Participations concernant les décisions stratégiques relatives à la conduite de l'activité de ces sociétés. Le Pacte d'Associés n'envisage pas de changement de composition du Conseil d'administration de Prowebce, à l'exception de la suppression du Conseil d'administration en cas de transformation de la Société en société par actions simplifiée prévue en cas de radiation du marché Alternext d'Euronext Paris (voir section 1.4.2 ci-après). Dans le cadre du Pacte d'Associés, Monsieur Patrice Thiry a consenti un engagement de non-concurrence. En outre, des promesses de vente et d'achat des titres de l'Initiateur ont été conclues entre ses différents associés.

Ni le Pacte d'Associés, ni les mécanismes d'intéressement éventuels ne prévoient de prix de cession garanti.

Néanmoins, Edenred France bénéficie, dans le cadre d'un mécanisme de liquidité à terme, de promesses de vente de la part des autres associés portant sur leurs titres PWCE Participations, dont le prix d'exercice n'est pas fixé à l'avance, étant entendu que leur exercice demeure à la main d'Edenred France qui conserve la faculté de ne pas en user. Le prix de sortie en cas d'exercice de ces promesses par Edenred France dépend d'une grille de performance qui induit un multiple d'Ebitda (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*). Les promesses s'exercent simultanément et aux mêmes conditions à l'encontre de tous les titulaires de titres PWCE Participations, directement, ou indirectement via PWCE Invest A, sous réserve des modalités particulières concernant la famille Thiry rappelées ci-dessous.

La famille Thiry bénéficie dans ce cadre, sans que cela ne lui assure une liquidité garantie, d'un prix plancher d'un montant variant entre 50% et 100% de la valeur d'apport si l'Ebitda du dernier exercice clos précédant la date d'exécution de la promesse est compris entre son niveau de 2014 et un niveau qui lui serait inférieur de 28%. Ce prix ne correspond aucunement à un prix garanti dans la mesure où son paiement présuppose un exercice de la promesse d'achat par Edenred France, exercice qui reste une simple faculté et en aucun cas une obligation. Dans l'hypothèse où Edenred France n'exercerait pas ces promesses de vente portant sur les titres PWCE Participations, alors la famille Thiry bénéficierait d'une promesse de vente, sans que cela ne lui assure une liquidité garantie, consentie par Edenred France. Ladite promesse de vente ne contient en aucun cas un prix plancher et repose sur des multiples décotés de 20% par rapport à la promesse accordée à Edenred France. La famille Thiry bénéficie ainsi *in fine* d'une promesse à sa main mais conditionnée par le non-exercice par Edenred France de l'une ou des promesses dont elle bénéficie, exercice qui reste une simple faculté et en aucun cas une obligation. Les décisions d'exercice, que ce soit par Edenred France ou par la famille Thiry, présentent un caractère incertain.

En outre, comme l'indique l'Expert Indépendant dans son rapport, ont été conclues des promesses d'achat et de vente portant sur les titres PWCE Participations, PWCE Invest A et PWCE Invest B émis en rémunération des apports en nature de titres Prowebclub dans le cadre de l'Acquisition, afin de permettre à Edenred France et la famille Thiry, le cas échéant et à titre optionnel, d'user d'une faculté de rachat des titres de PWCE Participations, PWCE Invest A et PWCE Invest B selon le cas.

Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les actionnaires de PWCE Participations ont déclaré par courrier en date du 2 juin 2015 à l'AMF, avoir indirectement franchi de concert à la hausse les seuils légaux de 50 % et 95 % du capital social et des droits de vote de Prowebce. Edenred SA, société contrôlant PWCE Participations, a par ailleurs déclaré par courrier en date du 2 juin 2015 à l'AMF, avoir indirectement franchi à la hausse le seuil de 50 % du capital social et des droits de vote de Prowebce.

Ces déclarations ont fait l'objet de l'avis n°215C0748 publié par l'AMF le 3 juin 2015.

Conformément à la réglementation applicable et, notamment, des articles 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déposé la présente Offre.

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

2.1 Protocole d'Accord et Engagements de Liquidité

Sous réserve (i) du Protocole d'Accord et des accords relatifs à l'Acquisition dont une description figure à la section 1.1 ci-dessus, et (ii) des Engagements de Liquidité relatifs aux Actions TEPA conclus ou en cours de négociation, il n'existe à la connaissance de la Société

aucun accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2.2 Engagements d'apport à l'Offre

Néant.

2.3 Engagement d'acquisition par l'Initiateur des Actions TEPA à l'issue de leur période de conservation

À ce jour, l'Initiateur négocie avec certains titulaires des Actions TEPA (voir section 1.2) des Engagements de Liquidité et proposera par écrit à l'ensemble des titulaires d'Actions TEPA identifiés par lui, s'ils n'ont pas conclu de tels accords avec Prowebclub, de conclure de tels accords. Les Actions TEPA ayant fait l'objet d'Engagements de Liquidité ne seront pas apportées à l'Offre mais seront assimilées aux actions détenues par PWCE Participations pour la détermination des seuils de retraits obligatoires. PWCE Participations va proposer à tous les porteurs identifiés d'Actions TEPA de conclure des Engagements de Liquidité.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Prowebce a désigné lors de sa réunion en date du 7 avril 2015 le cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie d'un retrait obligatoire.

Le rapport de l'Expert Indépendant en date du 21 mai 2015, sur les conditions financières de l'Offre suivie d'un retrait obligatoire a été présenté au Conseil d'administration de Prowebce le 8 juin 2015, et est reproduit ci-après. Il est expressément précisé que ce rapport fait partie intégrante de la présente note en réponse. La mise à jour du rapport de l'Expert Indépendant tenant compte des accords conclus le 1er juin 2015 dans le cadre de l'Acquisition est également reproduite ci-après.

<u>Conformément à la réglementation applicable (article 231-19-3° du règlement général de l'AMF et article 3-3° de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006), Prowebce a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant. Ces informations figurent surlignées en noir dans le rapport ci-après.</u>

3.1 Rapport de l'expert indépendant en date du 21 mai 2015



PROWEBCE

**14, RUE CHAPTAL
92300 LEVALLOIS-PERRET**

.....

**Attestation de l'expert indépendant dans le cadre du
projet d'offre publique
visant les actions de la société
ProwebCE**

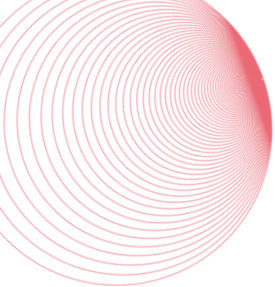
.....

Mai 2015

BM&A

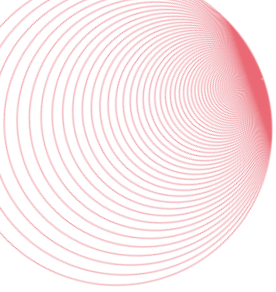
11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •



SOMMAIRE

1.	Contexte de l'opération.....	18
2.	PRésentation de l'expert indépendant	22
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	22
2.2	Déclaration d'indépendance	23
2.4	Diligences effectuées par l'expert	23
3.	Présentation de ProwebCE	26
3.1	Bref historique et positionnement	26
3.2	Performances financières passées et récentes	30
3.3	Présentation du plan d'affaires	36
4.	Evaluation	38
4.1	Critères et méthodes écartés	38
4.1.1.	Actif net comptable	38
4.1.2.	Actif net réévalué - ANR	38
4.1.3.	Actualisation et capitalisation de dividendes	38
4.1.4.	Cours de bourse	39
4.1.5.	Transactions récentes sur le capital	40
4.2	Critères et méthodes retenus	40
4.2.1	Prix de cession des titres à l'initiateur	40
5.	Accords conclus dans le cadre de l'offre	50
5.1	Opérations connexes issues du Protocole d'accord	50
5.2	Offre de liquidité spécifique accordée aux détenteurs d'actions TEPA	52
6.	Analyse critique des travaux de l'évaluateur	52
6.1	Méthode des DCF	53
6.2	Méthode des comparables	53
6.3	Prix de cession des titres ProwebClub et valeur par transparence	54
6.4	Synthèse des écarts	54
7.	CONCLUSION	55
8.	annexe	57



1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Dans un communiqué de presse publié le 25 mars 2015, Edenred et l'équipe dirigeante de ProwebCE ont annoncé leur intention de s'associer pour acquérir l'ensemble des actions de ProwebCE, société anonyme au capital de 397 485,20 € réparti entre 1 987 426 actions d'une valeur nominale de 0,20 €, et dont le siège sociale est situé au 14, rue Chaptal à Levallois-Perret (92), ci-après la « Société », ou « ProwebCE ». Les actions de cette dernière sont admises aux négociations⁴ sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010355057.

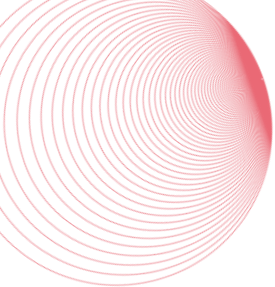
Par cette opération, Edenred qui détenait indirectement 9,5 % du capital de la Société, porterait sa participation à hauteur de 59,0 %⁵ à l'issue de l'ensemble des étapes financières prévues par un Protocole d'accord conclu le 24 mars 2015 avec les managers et les principaux actionnaires actuels de ProwebCE (ci-après le « Protocole d'Accord »).

Ainsi, la Société, qui avait fait l'objet d'un LBO en 2012 associant principalement son fondateur, des managers et des investisseurs financiers, s'engage dans une nouvelle opération de LBO cette fois-ci de nature industrielle, ProwebCE étant le premier prestataire multi-services à destination des comités d'entreprise et Edenred, le leader mondial des services prépayés aux entreprises.

La Société est actuellement contrôlée par la société ProwebClub à hauteur de 95,40%, cette détention résultant d'une offre publique d'achat simplifiée initiée par cette dernière entre le 20 juillet et le 7 septembre 2012. Comme indiqué ci-après, le dirigeant et fondateur de la Société, Monsieur Patrice Thiry, et les membres de sa famille sont les principaux actionnaires de l'actuel holding de contrôle, la Société ProwebClub, avec 22,87% du capital (détenus directement et indirectement), portés à 24,25% après prise en compte des bons de souscription d'actions qui seront exercés à l'occasion du changement de contrôle au profit d'Edenred.

⁴ La dernière transaction portant sur l'action ProwebCE remonte au 7 septembre 2012. En effet, le 7 septembre 2012, à l'issue de la précédente offre publique d'achat simplifiée initiée par ProwebClub, la Société n'a pas demandé à Euronext la reprise de la cotation.

⁵ Avant lancement de l'offre sur les actions ProwebCE.



Répartition du capital de ProwebClub	Avant dilution	Après dilution
Partrice Thiry et les membres de sa famille	22,87%	24,25%
Business angels	18,09%	16,97%
Edmond de Rothschild Investment Partners	17,95%	16,84%
Iris Capital	17,95%	16,83%
Edenred	9,95%	9,33%
SECAFI D.S.E.	8,13%	7,63%
Les managers de ProwebCE	3,68%	6,87%
Autres investisseurs privés	1,38%	1,29%
Total	100,00%	100,00%

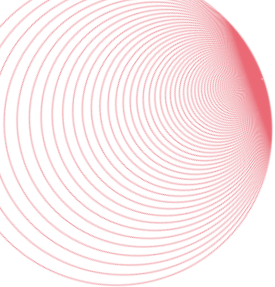
Par ailleurs, ProwebClub détient actuellement 95,40% du capital de ProwebCE, en tenant compte de 8 162 actions ayant fait l'objet d'une promesse de vente au profit de ProwebClub lors de l'offre publique d'achat de 2012, leurs détenteurs ayant souhaité en conserver la propriété jusqu'à la date légale permettant de bénéficier des dispositions fiscales du régime « TEPA »⁶.

Répartition du capital et des droits de vote de ProwebCE	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
ProwebClub (détention effective)	1 887 890	94,99%	3 681 627	95,43%
ProwebClub (détention par assimilation)	8 162	0,41%	13 086	0,34%
Total Prowebclub	1 896 052	95,40%	3 694 713	95,77%
Titres d'autocontrôle	1 383	0,07%	0	0,00%
Public	89 991	4,53%	163 358	4,23%
Total	1 987 426	100,00%	3 858 071	100,00%

Le Protocole d'Accord prévoit la cession ou l'apport des titres de ProwebClub à la société PWCE Participations, société par actions simplifiée dont le siège est situé au 166-180 Boulevard Gabriel Péri à Malakoff (92), ci-après « l'Initiateur » ou « PWCE Participations ». Comme l'indique le tableau ci-après, au terme des apports et des acquisitions de titres ProwebClub, les quatre principaux actionnaires de l'Initiateur sont Edenred, M. Thiry et sa famille, la société de conseil SECAFI Diagnostic Stratégie Emploi (ci-après « SECAFI DSE ») et M. Philippe Dufour⁷. Chacun de ces actionnaires était déjà présent dans le capital de ProwebClub. Enfin, les salariés représenteront 6,3 % du capital du nouveau holding de contrôle.

⁶ Résultant de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 « en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat », soumises à ce titre à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq ans à compter de leur souscription. Ces actions ont fait l'objet d'une promesse de vente au profit de ProwebClub au prix de l'offre de 2012, soit de 18 € par titre, qui viendra à échéance au plus tard mi-2016 pour les 8 162 actions encore sous promesse.

⁷ M. Dufour est Directeur en charge des investissements alternatifs au sein du groupe Edenred.



Après opérations, répartition du capital de PWCE Participations :

Edenred	61,8%
Partrice Thiry et les membres de sa famille	26,4%
SECAFI D.S.E.	4,5%
Philippe Dufour	1,0%
Managers	6,3%
Total	100,0%

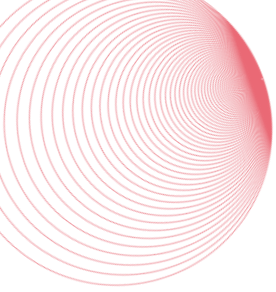
Si l'on compare l'actionnariat actuel de ProwebClub à celui de PWCE Participations, ces opérations se traduiront par :

- La sortie des fonds d'investissement gérés par Edmond de Rothschild Investment Partners (ci-après EDRIP) et par Iris Capital, entrés dans le LBO de 2012 ;
- La sortie des « business angels » ayant accompagné la naissance ou le développement de la Société préalablement à son introduction en bourse ;
- La cession par la famille Thiry d'une part des titres ProwebClub qu'elle détient inférieure à 40% et l'apport du solde au nouveau Holding de contrôle, i.e. à PWCE Participations ;
- La cession par SECAFI DSE de 67% de ses titres et de l'apport du solde à PWCE Participations ;
- L'apport par les managers près de 60% de leurs titres et la cession du solde.

Le prix de cession et d'apport des titres ProwebClub à l'Initiateur s'établit globalement à 92,4 M€, soit en moyenne à 3,06 € par action. Il est octroyé individuellement trois prix différenciés en fonction du degré de participation des cédants aux garanties accordées à l'Initiateur ou au mode de paiement de ce prix⁸ :

- Le prix perçu par Patrice Thiry et par les membres de sa famille s'établit à 3,19 € par action ProwebClub. Selon nos calculs, ce prix correspond par transparence, à une valeur de l'action ProwebCE de 52,90 €. Ce prix est supérieur de 4,25% au prix de cession moyen de 3,06 € en raison du surcroît de garantie d'actifs et de passifs accordé au cessionnaire par Patrice Thiry, en lieu et place de certains vendeurs mentionnés ci-après, ces derniers ayant été déchargés de toute garantie en contrepartie d'un prix de cession ou d'apport inférieur à la moyenne ;
- Le prix de cession ou d'apport perçu par les actionnaires se portant garants des actifs et passifs cédés à proportion de leur part au capital, (ci-après les « Autres Garants ») s'établit à

⁸ I.e. à l'acceptation par les fonds EDRIP d'un paiement différé conditionnel après mise sous séquestre de ce paiement.



la valeur moyenne, soit à 3,06 € par action. Par transparence, ce prix qui correspond par définition au prix d'acquisition moyen de l'Initiateur, fait ressortir une valeur de l'action ProwebCE de 50,75 €. Les actionnaires ayant bénéficié de ce prix de vente sont Monsieur Gonzague Bellanger, SECAFI DSE, les fonds Iris Capital et Edenred ;

- Les fonds EDRIP ont également perçu un prix global de 3,06 € par action, dont une partie ferme de 2,54 € et le solde correspondant à un paiement différé, conditionné par le degré de mise en œuvre des garanties accordées par les Autres Garants et par Patrice Thiry ;
- Les autres actionnaires, soit M. Dufour et les managers, qui ne supportent aucune garantie ont pour leur part cédé ou apporté leurs titres au prix de 2,92 €, extériorisant une décote de 4,64% par rapport au prix d'acquisition moyen consenti par l'Initiateur.

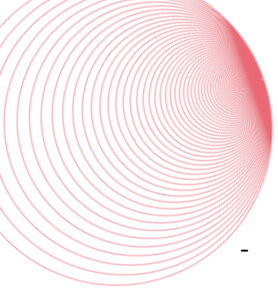
Le financement de la prise de contrôle de ProwebClub par PWCE Participations s'effectuera pour plus de la moitié par des fonds propres (52 M€), par la rémunération des apports des titres ProwebClub et par augmentation de capital en numéraire de la part d'Edenred (32 M€). Le solde sera financé par Edenred sous forme de prêts, avec :

- deux tranches, chacune d'un montant de 20 M€, rémunérées à 3,5% et 4% (respectivement pour la part amortissable sur 6 ans, et pour la part remboursable in fine d'échéance 7 ans) ;
- une tranche subordonnée d'un montant de 6,5 M€, remboursable in fine d'une durée de 7 ans, et rémunérée au taux de 6%.

À l'issue des opérations exposées ci-avant, conformément au règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après le « règlement général de l'AMF »), PWCE Participations se verra dans l'obligation de lancer une offre publique d'acquisition des actions ProwebCE. Cette dernière suivant la procédure simplifiée, (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS »), sera réalisée au prix de 52,90 € par action. A la clôture de cette dernière, l'Initiateur qui détient d'ores et déjà plus de 95% du capital de la Société, procèdera au retrait obligatoire du titre, (ci-après le « Retrait obligatoire » ou le « RO »), moyennant une indemnisation à un prix identique à celui de l'OPAS, soit à 52,90 € par action. Comme indiqué dans la note d'information, les titulaires d'actions soumises au régime TEPA pourront signer une promesse de vente en faveur de l'Initiateur au prix de 52,90 € afin que leurs titres ne soient pas visés par le RO et conserver ainsi le bénéfice dudit régime.

Dans ce contexte, BM&A a été mandaté le 7 avril 2015 par le conseil d'administration de la Société en vue d'émettre une attestation d'équité sur le prix de 52,90 € qui sera proposé dans le cadre de l'OPAS et dans celui du RO. Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « AMF ») figurant au titre IV du Livre II, Chapitre 1er en son article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée sera déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre par l'Initiateur ;

- 
- le paragraphe I, alinéa 4°, dans la mesure où il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre publique considérée ;
 - et le paragraphe II, dans la mesure où l'Initiateur envisage de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la clôture de l'OPAS.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation d'apporter ou non à l'Offre.

2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables 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.

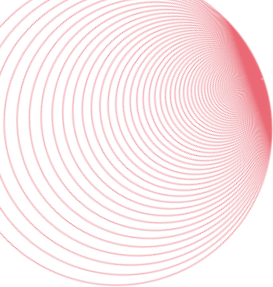
Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million deux cent mille euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8ème.

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 2014 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.1 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
oct-13 mai-14 sept-14 oct-14	Offre Publique d'Achat (Action, BSAR) Offre Publique d'Achat Simplifiée Offre Publique d'Achat Simplifiée Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Cameleon Software Systar Visiodent Club Méditerranée	P.R.O.S. Axway Groupe Visiodent Gaillon Invest II & Fidelidade	Bryan Garnier Bryan Garnier CM-CIC Securities Société Générale, Natixis & CACIB

2.2 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 ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs 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 leurs 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.

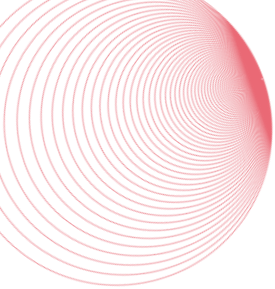
2.3 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 45 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité d'Eric Blache et de Roland Clère, respectivement associé et senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pierre Béal, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 9 avril au 21 mai 2015, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.



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

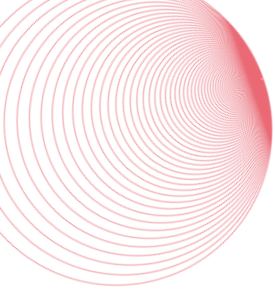
- Patrice Thiry, Président directeur général et fondateur, notamment, lors d'un entretien le 14 avril 2015 ;
- Nicolas Martin, Head of Corporate Finance et Cosme Rosellini, Associate, d'Aurel BGC, ci-après « Aurel BGC » ou « l'Etablissement présentateur » ;
- Ludovic Rodié, Managing Director, de la banque Lincoln International, conseil de la Société ;
- Maître Charlotte Riberprey-Jacob, du cabinet PDGB, conseil de la Société ;
- Maître Stéphane Hutten, du cabinet Hogan Lovells (Paris) LLP, conseil d'Edenred ;
- Péter Harbula, Directeur exécutif Corporate Finance, et Vincent Fauvel, chargé d'affaires chez Edenred.

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

- i) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- ii) les prévisions du plan d'affaires et l'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 ProwebCE ;
- 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 sur la base du plan d'affaires détaillé de la Société à horizon 2019, et consistant en un compte de résultat prévisionnel ;
- v) convenir avec le management de la société des aménagements à apporter au plan d'affaires et analyser les prévisions bilancielles fournies par lui, à notre demande, en complément du plan d'affaires ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des accords passés entre les futurs actionnaires de l'Initiateur et apprécier notamment :
 - les justifications apportées au paiement de prix différenciés aux actionnaires de ProwebClub ;
 - les conditions de sortie des futurs actionnaires de PWCE Participations afin d'estimer la valeur immédiate des titres ProwebClub apportés à l'Initiateur et



contrôler le respect du principe d'égalité de traitement avec les actionnaires de ProwebCE qui seront sollicités par l'Offre et le RO ;

- viii) prendre connaissance du rapport d'évaluation établi par le cabinet Grant Thornton relatif aux BSA qui seront émis par l'Initiateur au profit des managers actionnaires de ProwebClub afin de nous assurer du respect du principe d'égalité de traitement avec les actionnaires de ProwebCE qui seront sollicités par l'Offre et le RO
- ix) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Aurel BGC.

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

- du plan d'affaires 2015 – 2019 établi par la Société ;
- des prévisions bilanciels associées au plan d'affaires ;
- du Protocole d'Accord passé entre les actionnaires de ProwebClub et l'Initiateur, daté du 24 mars 2015 et de ses annexes ;
- des comptes 2014 sociaux et consolidés certifiés de la Société.
- des projets de compte 2014 de ProwebClub.

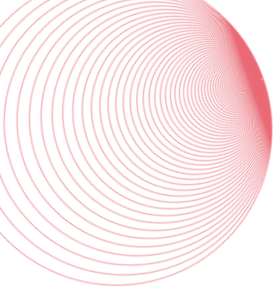
Nous n'avons pas eu communication du projet de note en réponse relatif à l'Offre.

De leur côté, les Initiateurs ou leurs conseils nous ont communiqué les documents et informations suivants :

- le projet de rapport d'évaluation établi par l'Etablissement présentateur ;
- le projet de note d'information relative à l'Offre ;
- le rapport d'évaluation établi le 25 mars 2015 par le cabinet Grant Thornton, relatif aux BSA qui seront émis par l'Initiateur au profit des managers de la Société ;
- le projet de rapport de due diligence financière et comptable établi le 6 février 2015 par le cabinet Accuracy ;
- le projet de rapport de due diligence fiscale et juridique établi le 2 février 2015 par le cabinet Arsene Taxand.

Nous avons 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 ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société au titre des exercices 2009 à 2013, la note d'opération relative à l'offre publique d'achat simplifiée initiée en 2012 par ProwebClub et la note en réponse correspondante. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels 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 nous



nous sommes basés, la direction de ProwebCE nous 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. PRÉSENTATION DE PROWEBCE

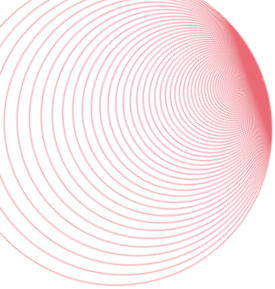
3.1 Bref historique et positionnement

Créée en 2000, la Société a été introduite sur le Marché Libre en 2006, puis a vu sa cotation transférée sur le marché Alternext en 2010. Historiquement spécialisée dans l’édition et la commercialisation de logiciels de gestion destinés aux comités d’entreprise (CE), ProwebCE, est entrée, en 2009, sur le marché du e-commerce avec l’acquisition de Meyclub, leader français sur le marché de la billetterie - loisirs et voyages - à destination des CE. La Société a ensuite lancé en 2010 le chèque cadeau dématérialisé Meyclub, qui permet aux salariés de profiter de plus d’un million d’offres remisées et multi-enseignes en ligne sur la plateforme Meyclub.

ProwebCE a ainsi constitué la 1^{ère} plateforme de communication et de gestion totalement interfacée à un portail d’e-commerce intégrant les subventions et les chèques cadeau des CE.

Obligatoires depuis 1945 dans toutes les entreprises de plus de 50 salariés, les CE seraient 40 000 en France⁹, et l’on dénombrerait 36 000 comités d’œuvre sociale (COS), équivalents des CE dans le secteur public. Il n’existe pas d’association professionnelle regroupant tous les acteurs des services aux CE et il est par conséquent difficile d’estimer avec fiabilité la profondeur des marchés adressés par la Société. Les ressources et les marchés potentiels qui en découlent peuvent être répartis selon leur origine en deux parties : i) le budget de

⁹ Pour mémoire, selon l’INSEE, la France comptait en 2011, 4 802 entreprises employant plus de 250 salariés - ETI et grandes entreprises - employant 7,86 millions de salariés. Ces entreprises regroupent près de 79 000 filiales sur le sol national.



dépenses des CE (marché induit *B2B*) et ii) les activités sociales et culturelles des CE (marché induit de nature *B2B* et *B2C*).

- i) Pour rappel, le budget des CE comprend une enveloppe légale correspondant à 0,2% de la masse salariale et dédiée à leur fonctionnement. Selon le rapport du député Nicolas Perruchot du 18 janvier 2012, se basant sur les données de l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS), la masse salariale des entreprises françaises dotées de comités d'entreprise étant estimée à près de 290 Mds€, le budget de fonctionnement des CE s'établirait approximativement à 580 M€ par an qui couvrent les achats et les salaires des éventuels salariés des CE. ProwebCE adresse une partie de ce marché au travers de son offre de logiciels de gestion. De nos discussions avec Edenred et la Société, nous comprenons que le segment des CE de PME (moins de 250 salariés) - tenant une comptabilité de caisse et assurant le suivi des activités sociales et culturelles avec des moyens rudimentaires - échappe encore largement aux éditeurs de logiciels. Le cœur de cible de ProwebCE concerne donc les CE des grandes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), pour lesquelles la tenue d'une comptabilité classique et l'importance des flux à gérer nécessitent la mise en place d'un ERP¹⁰.

Ce segment serait dominé à 80% par les éditeurs de logiciels généralistes, le solde étant réparti entre les éditeurs spécialisés, concurrents directs de ProwebCE qui avec un chiffre d'affaires de [REDACTED] réalisé sur ce secteur, occuperait la première place devant Kalidea et Comitéo, suivis d'une dizaine d'intervenants locaux, ces derniers représentant collectivement légèrement moins que le chiffre d'affaires de ProwebCE. La Société développe aussi auprès des CE une activité de conseil en communication et de formation qui a dégagé un chiffre d'affaires de 2 M€ en 2014.

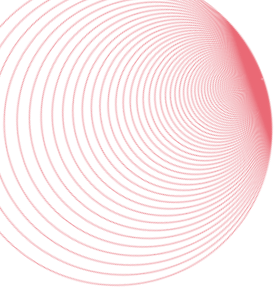
Pour se développer, la Société peut s'appuyer sur son actionnaire, SECAFI DSE, qui, par son activité d'expertise comptable, peut prescrire la suite de logiciels de ProwebCE. On notera que la récente législation sur la transparence des comptes des CE instaure, pour les plus grands d'entre eux, l'obligation de certification et la publication de comptes consolidés¹¹. Pour ces mêmes CE de grande taille, il devient également obligatoire de créer une commission des marchés devant rendre compte des dépenses unitaires dépassant 30 000 €. Cette évolution crée de nouvelles opportunités tout en stimulant la concurrence, ce qui devrait potentiellement induire une plus grande pression sur les prix de vente des prestataires.

- ii) L'octroi d'un budget consacré aux activités sociales et culturelles des salariés de l'entreprise (ci-après les « ASC ») est facultatif, la participation de l'employeur excédant rarement 3% de la masse salariale (avec quelques exceptions notables comme la CCAS¹²

¹⁰ Pour « Enterprise Resource Planning » ou Progiciel de gestion intégré.

¹¹ Loi du 5 mars 2014 sur « la formation professionnelle, l'emploi et la démocratie sociale », et ses décrets d'application, datés du 27 mars 2015 (n°2015-357 et n°2015-358).

¹² Caisse centrale des activités sociales.



d'EDF). Selon une étude produite par Aurel BGC le 29 juillet 2011, les dépenses d'ASC étaient estimées à 3,7 Mds€, soit un multiple du budget de fonctionnement précédemment cité. Par ailleurs, du fait de l'abondement, il convient d'ajouter aux budgets d'ASC des CE, une quote-part de dépenses induites restant à la charge des salariés, qui potentiellement pourrait être de taille équivalente à celle supportée par les CE. Pour mesurer le marché adressé par la Société, il conviendrait toutefois de retrancher à ces montants la contribution des CE des grands établissements (comme EDF) qui ne sous-traitent pas, ou peu, la gestion de leurs œuvres sociales, notamment la vente de séjours touristiques grâce aux villages de vacance ou aux campings détenus en propre, ou la vente de billets de spectacles gérée par leurs propres équipes de permanents. Par ailleurs, les grandes enseignes et les e-commerçants traitent directement avec les CE, en accordant des tarifs préférentiels aux salariés, et captent ainsi la majeure partie du marché hors tourisme.

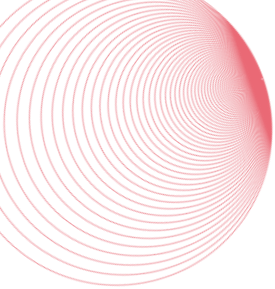
Sur la part du marché des ASC qui n'est ni internalisée par les CE ni captée directement par les grandes enseignes, la Société considère également occuper la première place face à ses deux principaux concurrents, Kalidea et Comitéo, suivis de moins d'une dizaine d'acteurs qui collectivement, représentent approximativement un chiffre d'affaires équivalent à celui de la Société. Sur ce segment, cette dernière a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 71 M€ de « ventes de biens » provenant de 2 sources :

- Un chiffre d'affaires de ■■■ de pur négoce faiblement margé, en se positionnant moins comme un intermédiaire que comme une centrale d'achat redistribuant aux salariés l'essentiel des remises obtenues auprès des enseignes et prestataires partenaires du site Meyclub. Sa promesse est ainsi de faire gagner environ 2 000 € par an de pouvoir d'achat à une famille de quatre personnes. Ce chiffre d'affaires est pour partie subventionné par les CE le solde restant à la charge des salariés ;
- Les ventes de chèques cadeau, soit près de ■■■ également abondés par les CE, en ce compris les chèques périmés. Ce chiffre d'affaires est dépensé pour moitié sur la plateforme Meyclub, et pour l'autre moitié converti en chèques - papier, achetés pour l'essentiel auprès d'Edenred (fournisseur de tickets Kadeos notamment).

Bien que classé en « ventes de services », les ventes de droits d'accès à la plateforme Meyclub, à la charge des CE, soit ■■■ sont économiquement liées au développement de la plateforme ;

Selon le management, le nombre de CE clients de ProwebCE est passé de 5 300 en 2011, à plus de 7 000 en 2014, ce qui porte approximativement à 5 millions le nombre de salariés bénéficiant potentiellement des prestations de la Société. Nous comprenons que ces chiffres n'agrègent pas que des clients uniques (du fait de doublons entre la base de clients de logiciels et celle des clients de la plateforme Meyclub).

La dynamique commerciale de la Société, qui a doublé son chiffre d'affaires au cours des 3 dernières années (cf. infra), repose sur la qualité des services proposés et sur les gains de productivité qu'ils permettent aux CE de réaliser, notamment à ceux de grande taille, tant pour leur propre gestion que pour celle de leurs œuvres sociales. A titre d'exemple, un achat



en partie abondé sur la plateforme Meyclub permet d'automatiser le débit des droits à subvention du salarié par l'utilisation comme moyen de paiement d'un chèque dématérialisé, et d'assurer la bonne fin de la transaction avec un site marchand. Par ailleurs, à la différence des éditeurs de logiciels généralistes, ou des sites marchands, ProwebCE dispose d'une palette d'offres très large à destination des CE et parfaitement intégrées, ce qui est un atout commercial.

En plus de la conquête de nouveaux clients, il existe de multiples leviers à la croissance de l'activité, que sont l'augmentation :

- du taux de transformation en chiffre d'affaires Meyclub du nombre de salariés bénéficiaires, qui, selon nos calculs, est actuellement assez faible ;
- du taux d'équipement des CE clients de la société. En effet, moins de 20% des clients uniques en logiciels de gestion et de Meyclub sont abonnés aux deux services à la fois. De même, seuls 20% des clients de la Société distribuent des chèques cadeau Meyclub à leurs salariés, certains pouvant déjà recourir à un fournisseur de chèques – papiers, voire à des solutions électroniques concurrentes, fournies par Kalidea ou Comitéo par exemple.
- du taux de subventionnement de la part des CE pour soutenir les achats réalisés sur Meyclub. En effet, toute subvention a un effet multiplicateur tant immédiat (par la dépense de la subvention) que de deuxième ordre en conduisant le bénéficiaire à se familiariser avec la plateforme puis à en devenir utilisateur régulier ;
- de la part de marché de l'e-commerce sur les canaux traditionnels, ce qui est un mouvement de fond dans les habitudes de consommation. Ainsi, le mix des dépenses que les salariés réalisent au travers de leurs CE, qui est historiquement très dépendant de la billetterie (cinéma), devrait logiquement se diversifier, accroissant l'intérêt pour ce canal de distribution. En outre, la dématérialisation facilite l'utilisation des chèques cadeau ainsi que l'achat d'impulsion.

En conclusion, ProwebCE a créé en 15 ans autour de technologies informatiques, la première offre de services diversifiée auprès des CE des grandes entreprises et des ETI. Ses offres prises individuellement rencontrent un grand succès permettant la prise de parts de marché. Il existe par ailleurs au sein de la base de clients actuelle, un gisement de croissance grâce la vente croisée de solutions de gestion, d'accès à la plateforme d'e-commerce et de chèques cadeau dématérialisés. Enfin, à plus long terme, il n'est pas exclu que des segments encore largement fermés comme ceux i) des CE de PME et ii) des CE de grands établissement publics totalement intégrés, s'ouvrent progressivement à la sous-traitance et donc à certaines des prestations proposées par la Société.

3.2 Performances financières passées et récentes

a) Compte de résultat

Comme indiqué ci-après, le chiffre d'affaires de ProwebCE est passé de 29,5 M€ en 2009, année de l'acquisition de Meyclub, à 93,6 M€ en 2014. Cette progression provient en grande partie des ventes de marchandises qui correspondent au chiffre d'affaires réalisé sur la plateforme Meyclub (l'activité de négoce) et à la vente de chèques cadeau (à partir de 2011). En 2014, l'activité de négoce a dégagé un chiffre d'affaires de ■■■■ en hausse de 36%, les chèques cadeau¹³ enregistrant un doublement par rapport à l'exercice précédent. La marge brute dégagée sur le négoce a varié entre 0,8% et 4%, ce dernier taux constaté en 2014 étant considéré par le management comme normatif pour les années futures.

Les ventes de services sont elles aussi tirées par le développement de la plateforme d'e-commerce au travers des abonnements informatiques requis pour son utilisation et représentent un chiffre d'affaires de plus de ■■■■ (en hausse de 13%). Les ventes de logiciels de gestion égales à ■■■■ sont quant à elles, en hausse de près de 12%. Il convient de noter que sur longue période, la croissance constatée est plus réduite, le chiffre d'affaires d'éditeur pur de logiciels de gestion étant déjà de 9,4 M€ en 2008, soit l'année qui précédait l'acquisition de MeyClub.

Le solde est constitué pour l'essentiel du chiffre d'affaires consulting et formation.

En K€ au 31 décembre	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TMCVA 3 ans	TMCVA 5 ans	Année 2014 Année 2011
Ventes de marchandises	1	15 076	20 232	26 718	38 806	47 832	69 960	37,8%	35,9%	2,6x
Variation	nd	ns	34,2%	32,1%	45,2%	23,3%	46,3%			
Ventes de services	9 446	14 377	14 612	16 530	17 899	20 621	23 599	12,6%	10,4%	1,4x
Variation	nd	52,2%	1,6%	13,1%	8,3%	15,2%	14,4%			
Chiffre d'affaires	9 447	29 454	34 845	43 248	56 705	68 453	93 559	29,3%	26,0%	2,2x
Variation	nd	211,8%	18,3%	24,1%	31,1%	20,7%	36,7%			
Marge brute sur ventes de marchandises	(25)	1 013	611	326	1 953	1 527	3 708	125,0%	29,6%	11,4x
En % du CA marchandises	-0,3%	3,4%	1,8%	0,8%	3,4%	2,2%	4,0%			
Marge brute totale	9 421	15 390	15 223	16 855	19 852	22 148	27 307	17,4%	12,2%	1,6x
En % du CA	99,7%	52,3%	43,7%	39,0%	35,0%	32,4%	29,2%			

Comparé aux comptes annuels 2011, derniers connus avant l'offre publique en 2012, le chiffre d'affaires a été multiplié par 2,2x et la marge brute par 1,6x, la plus faible progression de la marge brute étant liée à l'augmentation du poids relatif du négoce dans le chiffre d'affaires.

En termes de marges, les 5 années qui ont suivi l'intégration de Meyclub et la création de la plateforme d'e-commerce ont validé la pertinence du choix stratégique de la diversification.

¹³ Chèques consommés et chèques périmés.

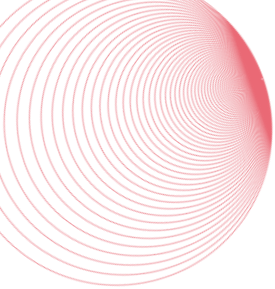
Si l'on raisonne à partir de la marge brute, et non du chiffre d'affaires, afin de pouvoir établir une comparaison, on constate, selon le tableau ci-après, que la Société a retrouvé entre 2013 et 2014 le niveau de marge opérationnelle qu'elle dégagait en 2008 (18,9%) alors qu'elle n'était qu'un éditeur de logiciels de gestion, tout en ayant changé d'échelle, son EBE ayant été multiplié par 2,7x et son résultat opérationnel par 4,3x.

Les dépenses de personnel qui constituent le premier poste des charges d'exploitation, s'établissent à 13,2 M€ en 2014 (y compris la participation de 843 K€, en hausse de 65%), ce qui représente 49% de la marge brute. Il convient de signaler qu'une partie de ces charges correspondant à des dépenses de R&D, sont activées (1,5 M€ en 2014) et amorties sur 5 ans. Les autres achats et charges externes présentent une composante à dominante fixe pour près de 45% en 2014, provenant des dépenses de carburant et des notes de frais des commerciaux, des loyers et des dépenses de marketing.

En K€ au 31 décembre	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TMCVA 3 ans	TMCVA 5 ans	Année 2014 Année 2011
Chiffre d'affaires	9 447	29 454	34 845	43 248	56 705	68 453	93 559	29,3%	26,0%	2,2x
Variation	nd	211,8%	18,3%	24,1%	31,1%	20,7%	36,7%			
Marge brute totale	9 421	15 390	15 223	16 855	19 852	22 148	27 307	17,4%	12,2%	1,6x
En % du CA	99,7%	52,3%	43,7%	39,0%	35,0%	32,4%	29,2%			
Autres achats et charges externes	(2 603)	(6 326)	(4 405)	(4 905)	(5 515)	(5 960)	(7 550)	15,5%	3,6%	1,54x
Impôts taxes et assimilés	(176)	(404)	(459)	(492)	(679)	(719)	(955)	24,7%	18,8%	1,94x
Salaires et traitements	(3 679)	(6 316)	(7 198)	(6 976)	(7 390)	(8 107)	(9 500)	10,8%	8,5%	1,36x
Charges sociales	(1 709)	(2 850)	(3 357)	(3 327)	(3 269)	(3 537)	(3 752)	4,1%	5,7%	1,13x
Autres produits/(charges), activations et transferts de charges	843	1 726	2 299	1 502	1 274	1 329	1 550	1,1%	-2,1%	1,03x
EBE	2 096	1 221	2 103	2 656	4 273	5 155	7 101	38,8%	42,2%	2,67x
En % du CA	22,2%	4,1%	6,0%	6,1%	7,5%	7,5%	7,6%			
En % de la marge brute totale	22,3%	7,9%	13,8%	15,8%	21,5%	23,3%	26,0%			
Dotations nettes aux provisions	(101)	(32)	(275)	(374)	286	31	(45)	-50,6%	7,0%	
En % de la marge brute totale	21,2%	7,7%	12,0%	13,5%	23,0%	23,4%	25,8%			
Dotations aux amortissements	(217)	(386)	(726)	(965)	(1 188)	(1 432)	(1 433)	14,1%	30,0%	
Résultat opérationnel courant	1 778	803	1 103	1 318	3 370	3 753	5 623	62,2%	47,6%	4,27x
En % du CA	18,8%	2,7%	3,2%	3,0%	5,9%	5,5%	6,0%			
En % de la marge brute totale	18,9%	5,2%	7,2%	7,8%	17,0%	16,9%	20,6%			

Si l'on se réfère à la note d'offre de 2012 et aux prévisions qui y figuraient, il ressort en 2014 que la Société a dépassé pour la première fois l'objectif d'EBE prévu à l'époque (écart de 4,8%).

En K€ au 31 décembre	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TMCVA 3 ans	TMCVA 5 ans	Année 2014 Année 2011
Chiffre d'affaires	9 447	29 454	34 845	43 248	56 705	68 453	93 559	29,3%	26,0%	2,2x
Variation	nd	211,8%	18,3%	24,1%	31,1%	20,7%	36,7%			
Résultat opérationnel courant	1 778	803	1 103	1 318	3 370	3 753	5 623	62,2%	47,6%	4,27x
En % du CA	18,8%	2,7%	3,2%	3,0%	5,9%	5,5%	6,0%			
En % de la marge brute totale	18,9%	5,2%	7,2%	7,8%	17,0%	16,9%	20,6%			
Résultat financier	(12)	(72)	(63)	(38)	(11)	4	64	ns	ns	
Résultat exceptionnel	(44)	(586)	(755)	(251)	(321)	(255)	(68)	-35,4%	-35,0%	0,27x
Résultat avant impôt	1 722	144	285	1 029	3 038	3 502	5 619	76,1%	108,0%	5,46x
Impôt consolidé	(269)	441	166	29	(507)	(756)	(1 456)			
Taux apparent yc CIR	15,6%	-306,1%	-58,4%	-2,8%	16,7%	21,6%	25,9%			
Résultat des sociétés intégrées	1 452	586	451	1 057	2 531	2 746	4 163,2	57,9%	48,0%	3,94x
Résultat des SME	-	-	-	(66)	44	8	60			
Dotations à l'amortissement des goodwill	(234)	(392)	(410)	(421)	(508)	(551)	(555)			
Résultat net consolidé	1 218	194	41	571	2 067	2 203	3 668	85,9%	80,0%	6,42x



Sur la période 2008 – 2014, la Société a généralement été en situation de trésorerie nette positive, (à l'exception de l'exercice 2009 du fait de la croissance externe), les emprunts ayant été quasiment remboursés en 2014. Par solde, compte tenu de la saisonnalité de la trésorerie (cf. infra), le résultat financier est demeuré peu significatif.

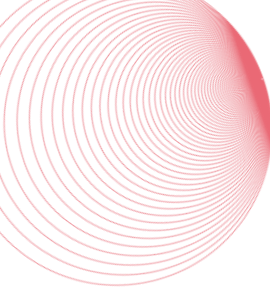
Le résultat exceptionnel est composé d'une part selon nous récurrente liée à la rotation du personnel, et d'une part non reconductible, liée en 2009 à l'intégration de Meyclub et, en 2010, à la rectification d'un arriéré de participation des salariés, année également impactée par des pertes sur créances et des litiges d'un montant inhabituel.

Il convient de signaler que le taux d'imposition apparent de la Société (25,9% en 2014), bénéficie d'un crédit d'impôt recherche de 424 K€ (en hausse 7%). Ce crédit d'impôt est à mettre en relation avec les charges de R&D activées et précédemment évoquées.

Enfin, la Société publiant des comptes aux normes françaises, amortit ses écarts d'acquisition, la durée d'amortissement qu'elle a choisi de pratiquer étant égale à 20 ans.

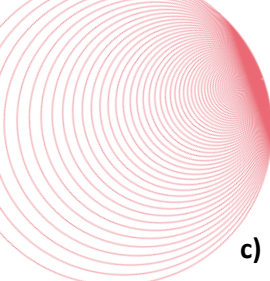
b) Tableau de flux de trésorerie

S'agissant du dégagement de trésorerie retracé dans le tableau ci-après, il ressort que la Société dégage une capacité d'autofinancement (CAF) en progression rapide, couvrant ses investissements, à laquelle s'ajoute la trésorerie générée par l'augmentation de l'excédent de fonds de roulement (EFR) propre à son activité (cf. infra). Par conséquent, il a été dégagé un excédent de trésorerie qui a pu être employé à des opérations mineures mais régulières de croissance externe et au désendettement. Par solde, entre 2011 et 2014, en trois ans, ProwebCE a dégagé un cash flow libre pour l'actionnaire de 8,3 M€ qu'elle n'a que très partiellement redistribué sous forme de dividendes (à hauteur de 1,1 M€), ce qui s'est traduit par une augmentation de la trésorerie brute de l'entreprise de 7,2 M€.



En K€ au 31 décembre	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Cumul 2012-2014
Résultat net consolidé	194	41	571	2 067	2 203	3 668	7 938
Dotations nettes aux amort. et provisions	880	1 366	1 899	1 326	2 043	1 897	5 266
Variation de l'impôt différé	(308)	106	208	(71)	(30)	(146)	(248)
Moins/(plus) - values de cession	-	-	39	110	(3)	-	108
Résultat des SME	-	-	66	(44)	(8)	(60)	(111)
Capacité d'autofinancement - CAF	767	1 513	2 783	3 388	4 205	5 359	12 952
<i>Activations de charges</i>	<i>(1 448)</i>	<i>(1 543)</i>	<i>(1 307)</i>	<i>(1 300)</i>	<i>(1 350)</i>	<i>(1 518)</i>	<i>(4 168)</i>
<i>Autres investissements</i>	<i>(282)</i>	<i>(351)</i>	<i>(78)</i>	<i>(362)</i>	<i>(465)</i>	<i>(740)</i>	<i>(1 567)</i>
Investissements	(1 730)	(1 894)	(1 385)	(1 662)	(1 815)	(2 258)	(5 735)
Produits de cession d'immobilisations	62	-	(39)	65	2	9	76
Variation de périmètre	(302)	-	(331)	(1 581)	(266)	(396)	(2 243)
Variation de BFR brut	(2 077)	1 315	2 199	973	338	2 876	4 187
Cash flow libre pour l'actionnaire	(3 279)	934	3 226	1 183	2 464	5 591	9 238
En % du résultat net avant goodwill	-559,9%	206,9%	325,3%	45,9%	89,5%	132,4%	92,6%
Variation de l'endettement financier	1 606	(1 461)	(410)	445	(1 212)	(161)	(928)
Cash flow libre pour l'actionnaire *	(1 673)	(527)	2 816	1 627	1 252	5 430	8 310
En % du résultat net avant goodwill	-285,7%	-116,9%	284,0%	63,2%	45,5%	128,6%	87,0%
Dividendes versés	(192)	-	(198)	-	(556)	(576)	(1 132)
En % du résultat net avant goodwill n-1	13,2%	0,0%	44,0%	0,0%	21,6%	20,9%	16,0%
Variations des fonds propres	1 827	739	-	-	-	-	-
Variation de trésorerie	(38)	212	2 618	1 627	696	4 854	7 178
Trésorerie d'ouverture	1 845	1 807	2 019	4 637	6 265	6 961	4 637
Trésorerie de clôture	1 807	2 019	4 637	6 265	6 961	11 815	11 815

* Non plafonné par le bénéfice distribuable et l'éventuel réinvestissement prudentiel en fonds propres



c) Bilan

L'actif du bilan fonctionnel de la Société est tout d'abord composé d'écarts d'acquisition, correspondant pour l'essentiel à l'intégration de Meyclub en 2009 et de Cité Achat en 2012. Cette dernière société adressait le marché des loisirs et les achats de proximité pour les CE et a dégagé un chiffre d'affaires de 4,5 M€ en 2011. Les autres immobilisations d'exploitation correspondent pour l'essentiel aux activations de charges de R&D.

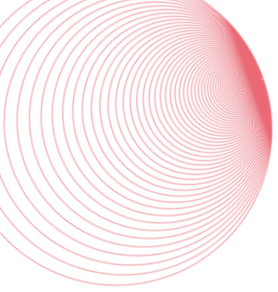
Le dernier, et principal poste d'actif est constitué de la trésorerie - nette de l'endettement - qui s'établit à fin 2014 à 11,6 M€¹⁴. Ce montant correspond au pic d'achats de chèques cadeau et de marchandises sur la plateforme au cours des deux derniers mois de l'année et qui génère un écart d'environ 6 M€ par rapport à la trésorerie moyenne des mois précédents.

En K€ au 31 décembre	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Goodwills et fonds de commerce	7 784	7 511	7 279	9 150	8 861	8 692
Immobilisations d'exploitation	2 656	3 667	4 048	4 411	4 796	5 645
Sociétés mises en équivalence	-	-	50	114	125	189
Immobilisations financières	146	186	187	382	339	340
Impôt différé	467	362	73	174	220	375
Actif immobilisé	11 053	11 726	11 636	14 230	14 342	15 242
Trésorerie	1 807	2 019	4 637	6 265	6 961	11 816
Dette financière	(3 010)	(1 559)	(1 149)	(1 602)	(390)	(231)
Trésorerie nette	(1 203)	459	3 488	4 663	6 571	11 585
Actif économique	9 850	12 186	15 124	18 894	20 913	26 827
Capitaux propres	9 990	10 786	11 046	13 154	14 815	17 916
Provisions	385	340	477	579	664	569
EFR / (BFR)	(525)	1 059	3 601	5 161	5 435	8 342
En % du CA	-1,8%	3,0%	8,3%	9,1%	7,9%	8,9%
Capitaux engagés	9 850	12 186	15 124	18 894	20 913	26 827

Le passif fonctionnel est constitué en premier lieu des capitaux propres de la Société, en progression continue du fait de la mise en réserve de la majeure partie des bénéfices.

La seconde ressource financière provient de l'excédent de fonds de roulement structurellement dégagé par l'activité et qui s'établit en moyenne à 8,6% du chiffre d'affaires au cours des 4 dernières années. La présence d'un EFR est classique chez les éditeurs de logiciels qui perçoivent les abonnements en début de période et comptabilisent leur chiffre d'affaires à l'avancement des contrats. L'activité d'e-commerce bénéficie, elle aussi, d'un EFR dans la mesure où i) la Société demande aux CE de déposer en permanence l'équivalent de 2 mois de subventions, comptabilisé sous forme d'acompte, ii) les chèques cadeau émis

¹⁴ Pour mémoire, les immobilisations financières hors SME sont essentiellement constituées de dépôts de garantie et sont donc assimilables à des actifs d'exploitation.



et non encore utilisés sont comptabilisés en produits constatés d'avance et iii) les achats de marchandises sont payés comptant par les utilisateurs de Meyclub.

En première analyse, une trésorerie nette constitue un excédent distribuable sous une double contrainte :

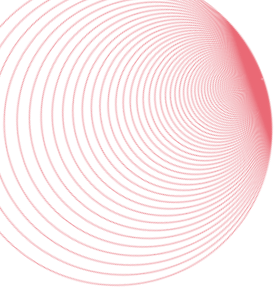
- pour autant que la trésorerie le permette¹⁵, le report à nouveau et le résultat net de l'exercice constituent le bénéfice distribuable (7 M€ à fin 2014), sauf à envisager une réduction de capital ou une imputation sur les réserves libres. Cette première borne s'entend avant toute considération prudentielle, i.e. avant définition d'un niveau de risque opérationnel et de sa couverture par un montant de fonds propres minimum, investi en actifs liquides ;
- seule la part de la trésorerie nette excédant l'EFR appartient à l'actionnaire à l'arrêté des comptes. En revanche, la trésorerie adossée à l'EFR ne lui appartient pas, soit qu'elle repose sur une dette (fournisseur, fiscale et sociale), soit que le produit correspondant ne sera comptabilisé en résultat qu'après imputation des charges d'exploitation engagées pour fournir la prestation vendue (cas des acomptes reçus et des chèques cadeau prépayés). La distribution de la trésorerie adossée à l'EFR, même dans la limite du bénéfice distribuable engendre par conséquent un risque de liquidité en cas de baisse de l'activité.

Le tableau ci-après retrace ainsi l'évolution de « l'excédent de trésorerie » de fin d'année, une fois retranché de la trésorerie nette l'excédent de fonds de roulement (EFR) :

En K€ sauf mention	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Trésorerie	1 845	1 807	2 019	4 637	6 265	6 961	11 816
Endettement financier	(1 321)	(3 010)	(1 559)	(1 149)	(1 602)	(390)	(231)
Trésorerie nette / (endettement net)	524	(1 203)	459	3 488	4 663	6 571	11 585
BFR net	(1 887)	525	(1 059)	(3 601)	(5 161)	(5 435)	(8 342)
Excédent de trésorerie	-	-	-	-	-	1 136	3 243

Comme l'indique le tableau ci-dessus, la Société n'est en situation d'excédent que depuis 2013, soit qu'elle ait été préalablement en situation d'endettement net (en 2009), soit que son EFR de fin d'année ait dépassé le montant de la trésorerie nette. Il convient donc de relativiser le caractère distribuable de cet excédent à fin 2014. En effet, les fonds propres ont une fonction prudentielle, même pour une activité de distribution et d'édition, et doivent, le cas échéant, pouvoir couvrir des risques opérationnels qui peuvent être de nature technique où la conséquence de malveillances, les sujets de sécurité étant sensibles pour les intervenants du Net. A ce titre, ProwebCE a suivi au cours des 2 derniers exercices une politique de distribution représentant environ 21% du bénéfice consolidé de l'exercice de

¹⁵ Il n'est pas envisagé ici le cas des sociétés endettées et ayant un objectif de levier d'endettement cible.



référence, ce qui illustre la volonté du management de disposer d'une marge de sécurité prudentielle.

En conclusion, si l'on rapporte maintenant le résultat net¹⁶ aux fonds propres pour établir la rentabilité de ces derniers (ou ROE¹⁷), ceci valide la pertinence de la stratégie de diversification, la Société retrouvant entre 2013 et 2014 le niveau de ROE de 2009, avec des fonds propres multipliés par 2,6x.

En K€ sauf mention	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE / fonds propres	25,3%	8,4%	4,5%	9,2%	23,3%	20,9%	28,5%

3.3 Présentation du plan d'affaires

La Société a établi un plan d'affaires à 5 ans pour la période 2015 -2019 sur lequel nous avons formulé un certain nombre de remarques qui ont amené le management à corriger ce qui nous semble relever soit d'erreurs matérielles, soit d'hypothèses excessivement optimistes. Par ailleurs, nous avons demandé au management de compléter ses prévisions de résultat par des prévisions d'investissement et de bilan. Après ces ajustements, nous considérons le plan d'affaires dans sa forme définitive, ci-après « le Plan d'affaires », comme cohérent et assez volontariste.

Le Plan d'affaires repose sur l'hypothèse centrale d'un triplement du chiffre d'affaires consolidé en 5 ans, impliquant un quasi doublement en 3 ans. Cet objectif de doublement en 3 ans se compare à celui qui a été effectivement réalisé entre 2011 et 2014.

L'atteinte de ces objectifs repose largement sur le développement des chèques cadeau Meyclub, qui constituerait le relais de croissance principal comparé à la période 2011-2014¹⁸. Ainsi les chèques cadeau contribueraient-ils à plus de la moitié de la croissance des ventes attendue entre 2014 et 2019. Si l'on agrège i) les chèques cadeau qui seront dépensés principalement sur la plateforme¹⁹ avec ii) le chiffre d'affaires négoce hors chèques²⁰, l'activité d'e-commerce au sens large constituerait 90% de la croissance attendue. Cette performance reposerait :

- sur une hypothèse de quasi-doublement du nombre de clients abonnés à Meyclub ;
- sur la hausse du taux de transformation en chiffre d'affaires e-commerce du nombre de bénéficiaires.

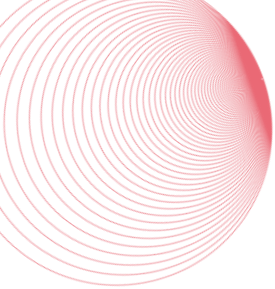
¹⁶ Avant amortissement des écarts d'acquisition.

¹⁷ ROE pour return on equity.

¹⁸ Tirée davantage par les ventes d'e-commerce que par les chèques cadeau du fait de leur création récente.

¹⁹ Le taux de rematérialisation en chèques - papier étant attendu en baisse.

²⁰ I.e. le chiffre d'affaires réalisé par la plateforme Meyclub hors les ventes réglées par un chèque cadeau.



Dans le même temps, le chiffre d'affaires des logiciels de gestion doublerait quasiment lui aussi.

Un tel résultat, s'il peut être facilité par l'augmentation du taux d'équipement croisé des clients actuels (effet de *cross-selling*), dont nous avons vu précédemment qu'il était assez faible en 2014, repose majoritairement sur la conquête de parts de marché. Ainsi, le nombre de commerciaux serait-il lui aussi multiplié par plus de 2, en ce compris la création d'une force de vente dédiée au cross-selling entre e-commerce, chèques cadeau et logiciels de gestion – consulting.

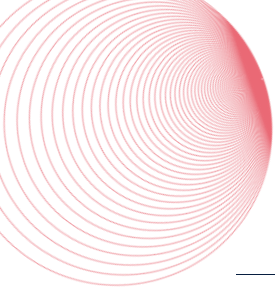
Compte tenu des marges réduites de l'activité de négoce (hors abonnement à la plateforme Meyclub), la marge brute ferait plus que doubler en 5 ans (contre un triplement du chiffre d'affaires), et serait multipliée par 1,6 en 3 ans. Encore une fois, la performance attendue à 3 ans est globalement comparable à celle réalisée au cours des 3 dernières années (entre les exercices 2011 et 2014).

Compte tenu de cette croissance, il est attendu un triplement du résultat opérationnel, qui, rapporté à la marge brute²¹ ferait ressortir un taux de marge opérationnelle de près de 30% contre 20,6% en 2014. Selon nos calculs, au vu de la marge sur coûts variables dégagée et de l'évolution attendue des frais fixes, le niveau de marge opérationnelle attendu en 2019 nous semble cohérent, et implique une restitution partielle à la clientèle des gains de productivité attendus.

Quel que soit le niveau de distribution retenu en parallèle de ces prévisions, le niveau de ROE qui s'établit déjà à près de 30% (cf. supra) pourrait doubler sur les 5 ans. Il convient donc de souligner le caractère optimiste de ces prévisions, qui reposent sur un scénario de conquête de part de marché et d'amélioration des marges grâce à l'effet de levier opérationnel qui résultera de la croissance.

A notre avis, ces prévisions n'intègrent pas l'effet d'un durcissement de la concurrence qui aurait pour conséquence la restitution à la clientèle des gains de productivité attendus dans des proportions beaucoup plus importantes que celles prévues dans le Plan d'affaires. Ce durcissement pourrait prendre diverses formes, la plus pénalisante étant probablement l'adossement de l'un des principaux concurrents de ProwebCE à un autre grand groupe.

²¹ La marge brute étant plus indiquée que le CA, afin de neutraliser l'effet du mix produit sur le taux de marge opérationnel.



4. EVALUATION

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

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1. Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition et 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 prend en compte ni la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur ni ses perspectives de croissance.

A titre d'information, au 30 avril 2014, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur une base non diluée de 1 946 043 actions, ressort à 9,02 € par action.

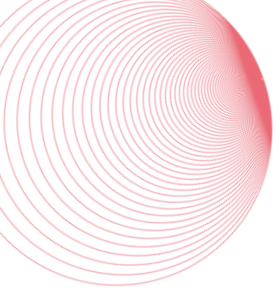
4.1.2. Actif net réévalué - ANR

Cette méthode consiste à déterminer 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 ré-estimer 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. Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour l'évaluation d'une société non cotée poursuivant une politique de distribution régulière et disposant d'une bonne visibilité sur ses résultats.

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 de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.1.4. Cours de bourse

Le titre ProwebCE n'est plus coté depuis la clôture de l'offre de 2012, soit le 7 septembre 2012. Par conséquent, nous ne pouvons retenir le critère du cours de bourse.

Pour information :

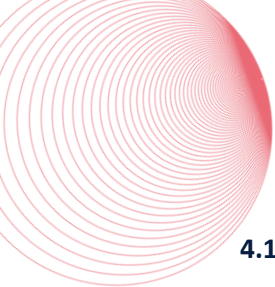
- le dernier cours non affecté par l'offre de 2012, i.e. le cours de clôture du 27 janvier 2012 précédant la suspension de la cotation, ressortait à 13,65 € ;
- le dernier cours de clôture relevé le 7 septembre 2012, à la clôture de l'offre, s'établissait à 18 €, soit le prix de l'offre de 2012.

Le prix offert de 52,90 € par action fait ressortir :

- une prime de 288 % par rapport au cours du 27 janvier 2012 ;
- une prime de 194 % par rapport au cours du 7 septembre 2012.

Dans le même temps, l'indice des sociétés de petite capitalisation cotées à Paris, le CAC Small 90, affiche des performances de :

- 59,5 % depuis le 27 janvier 2012 ;
- 66,3 % depuis le 7 septembre 2012.



4.1.5. Transactions récentes sur le capital

Les attributions d'actions gratuites à des managers qui ont pu intervenir depuis 2012 ne constituent pas des références pertinentes.

La précédente offre de 2012 qui a été réalisée à 18 € par action est quant à elle trop ancienne pour pouvoir être comparée à la présente Offre. Comme mentionné précédemment, le prix de 52,90 € proposé induit une prime par rapport au prix précédent de 18 € de 194 % qui constitue une progression plus de deux fois supérieure à celle de l'indice Small CAC 90 sur la même période.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Prix de cession des titres à l'initiateur

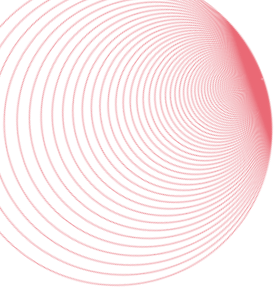
Comme indiqué précédemment, les titres du holding de contrôle de ProwebCE, ProwebClub, ont été acquis par l'Initiateur au prix moyen de 3,06 € par action ce qui induit une valeur par transparence de 50,75 € par action ProwebCE.

Ce prix moyen de transaction doit s'apprécier en tenant compte des clauses de garanties d'actifs et de passifs qui représentent globalement jusqu'à 7,6 M€ d'engagements potentiels, soit 7,5% de la valeur d'ensemble des actions ProwebCE. En pratique, les actionnaires qui ne supportent aucune garantie ont perçu un prix de cession de 2,92 €, qui fait ressortir une décote de 4,64% par rapport au prix moyen²², soit par transparence une valeur de l'action ProwebCE de 48,39 €. Ce dernier prix correspond à la valeur de changement de contrôle de ProwebCE hors garanties.

Le prix perçu par Patrice Thiry et les membres de sa famille est de 3,19 € par action ProwebClub, induisant un prix par transparence de 52,90 € par action ProwebCE. Ce prix, qui fait ressortir une prime de 4,25% par rapport au prix moyen d'acquisition par l'Initiateur, correspond à un prix majoré en contrepartie d'une quote-part de garantie²³ supplémentaire.

²² Ces points sont développés dans le chapitre de notre rapport consacré aux accords connexes.

²³ Idem note précédente.



Nous relevons que le prix par transparence de 50,75 € par action ProwebCE a été accepté par des fonds d'investissement et des business angels. Ces derniers représentent collectivement 35,8% du capital de ProwebClub avant dilution et ils ne réinvestiront pas dans le nouveau holding, initiateur de la présente Offre.

Par ailleurs, les principaux actionnaires, Patrice Thiry et sa famille, ainsi que les managers, ont prévu de céder environ 40% de leurs titres.

Dans ces conditions, nous estimons que les trois prix de l'action ProwebCE induits par la cession des titres ProwebClub constituent des références fortes d'évaluation, et en particulier la valeur d'acquisition moyenne qui ressort à 50,75 € par action ProwebCE.

Par rapport à ces trois références, le prix offert de 52,90 € par action ProwebCE dans le cadre de l'Offre et du RO, fait ressortir des primes concernant deux d'entre-elles, le prix de 52,90 € offert étant par ailleurs aligné sur celui perçu par Patrice Thiry, lequel est brut des garanties qu'il accorde à l'Initiateur.

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
Valeurs de la transaction	9,3%	4,2%	0,0%

Dans notre analyse des accords connexes, nous nous sommes assurés que la valeur immédiate des titres apportés à l'Initiateur ne remet pas en cause la pertinence des prix de cession susmentionnés.

4.2.2 Evaluation par la méthode des DCF

a) Définition de la méthode d'actualisation

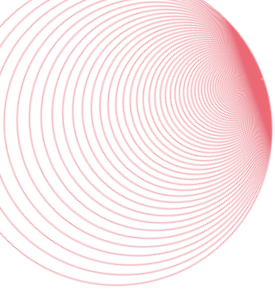
La méthode du DCF²⁴ a été mise en œuvre par actualisation du cash flow libre pour l'actionnaire, après prise en compte des produits de placement de la trésorerie.

En l'espèce, nous avons retenu l'approche *stand alone*²⁵ la plus favorable à l'actionnaire minoritaire, soit, quand les variations d'EFR et les marges le permettent²⁶, l'assimilation

²⁴ Pour *Discounted Cash Flow*.

²⁵ Hors croissance externe.

²⁶ Ce qui est toujours le cas selon les prévisions de bilan du Plan d'affaires.



du cash flow libre pour l'actionnaire à la totalité du résultat net (avant amortissement des écarts d'acquisition). Nous rappelons que dans une optique *stand alone*, une société ne peut distribuer durablement plus de 100% de son bénéfice sauf à voir ses capitaux propres tendre vers zéro. Le cash flow libre pour l'actionnaire est donc *capé*²⁷ par le résultat net, sauf excédent de fonds propres distribuables. Il s'agit d'une hypothèse forte qui implique que la trésorerie excédentaire à fin 2014 peut être distribuée sans préjudice de la capacité de la Société à faire face à un sinistre opérationnel non assurable en totalité (tel le vol de données ou le détournement de fonds par piratage informatique).

Si l'on dépasse une approche *stand alone*, il pourrait être envisagé de desserrer la contrainte du plafond de distribution égal au bénéfice pour le calcul du cash flow libre. Il suffit pour cela que l'acquéreur dispose d'un BFR, ou de besoins d'investissement permanents, capables d'absorber les variations d'EFR de la société acquise. En l'occurrence, nous observons que ce n'est pas le cas d'Edenred qui présente, comme la Société, un EFR structurel.

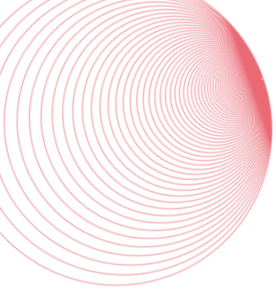
b) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2015-2019 du Plan d'affaires que nous avons prolongé de 5 années pour les raisons suivantes :

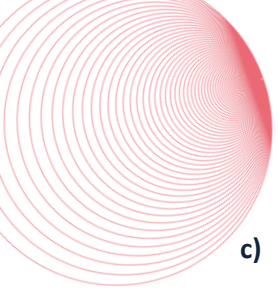
- en 2019, il est encore prévu une croissance de 13% de la marge brute telle que définie précédemment. Pour capter le potentiel de hausse résiduel au-delà de 2019, nous avons fait converger en 5 ans la croissance vers le taux de croissance à l'infini cible retenu pour les flux normatifs, soit 2% (cf. infra). Ainsi, le chiffre d'affaires augmenterait encore de 50% entre 2019 et 2024, et la marge brute de 32%.

■ par ailleurs, le taux de chèques cadeau périmés attendu en 2019 n'est pas selon nous normatif,

²⁷ Plafonné par.



Il convient de noter que le Plan d'affaires intègre la progression du montant de crédit d'impôt recherche (CIR). Sans contester la pérennité du dispositif, nous remarquons toutefois une élévation croissante des redressements effectués par l'administration fiscale, notamment dans le secteur des éditeurs de logiciels. L'impact de l'hypothèse de pérennité du CIR est mesuré dans les analyses de sensibilité ci-après.



c) Le taux d'actualisation et de capitalisation

Selon nos calculs le taux d'actualisation s'établit à 13,87 %. Il repose sur les paramètres suivants :

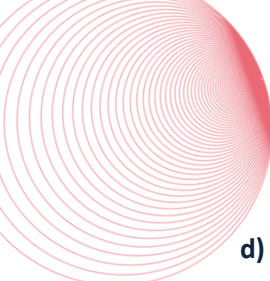
- un bêta de 1,51, qui correspond à la moyenne des bêtas des sociétés de notre échantillon boursier se situant dans la moitié supérieure des bêtas observés. Ce bêta est par ailleurs confirmé par la régression linéaire du bêta par rapport aux prévisions de croissance et au taux de marge opérationnel (calculé vs. la marge brute)²⁸. En effet, l'augmentation du taux de croissance accroît le risque de prévision alors que celle du taux de marge opérationnel diminue la dispersion des bénéfices par l'effet de levier opérationnel. Pour ces raisons, nous estimons que les prévisions de la Société présentent un risque de dispersion qui qualifie son inclusion dans la moitié la plus risquée des sociétés de notre échantillon.
- la moyenne au 31 mars 2015 sur 6 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant le SBF 120²⁹, selon les abaques du cabinet Fairness Finance, soit 6,96% ;
- le rendement moyen des OAT TEC10 sur 6 mois, au 31 mars 2015, soit 0,85% ;
- une prime de 2,48% reflétant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne du SBF 120, calculée en fonction de la capitalisation boursière et ressortant des abaques de Fairness Finance.

Pour le calcul de la valeur résiduelle à fin 2024, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash flow de 2% par an. Ce taux se situe dans le haut de la fourchette des taux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la moyenne s'établit à 1,6% au cours des 12 derniers mois. Nous estimons en effet que le multiple de sortie applicable à la Société serait, même à horizon de 10 ans, supérieur à la moyenne du fait de sa présence dans l'e-commerce. Pour mémoire, les sociétés à dominante loisir, ou technologie présentent sur la même période un taux moyen de croissance à l'infini de 1,75 % (avec un maximum à 2,25% pour des sociétés présentes à l'étranger).

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash flow normatif s'établit à 11,87% (13,87% - 2%).

²⁸ Il est enfin corroboré par la volatilité historique retraitée des rendements de l'action avant 2012 et pas son coefficient de corrélation.

²⁹ Présentant en moyenne 15 Mds€ de capitalisation boursière.



d) Passage de la valeur présente des flux à la valeur par action

Le passage de la valeur des flux à la valeur par action est détaillé ci-après :

Calcul de la valeur des fonds propres	En K€
Valeur des flux 2015-2024	53 833
Valeur de rente actualisée	31 923
Valeur des fonds propres par les flux	85 756
Cession du fonds de commerce Au Service du CE	258
Complément de prix sur Loisirs Soleil	(150)
Engagements de retraite nets	(310)
Comptes courants et intercos ProwebClub	322
Excédent de trésorerie au 31 décembre 2014	3 243
Valeur des fonds propres	89 119
Nombre d'actions hors autocontrôle	1 986 043
Valeur en € / action	44,9 €

L'excédent de trésorerie à fin 2014, tel que défini précédemment, constitue l'ajustement principal. Nous nous sommes assurés que ce dernier existait aussi dans les comptes au 30 juin 2014 et que, de ce fait, il ne constituait pas un simple pic de fin d'année.

Le nombre d'actions est diminué des 1 383 titres d'autocontrôle.

Compte tenu de ces éléments, la valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF est de 44,9 € par action ProwebCE. Le prix offert de 52,90 € par action présente ainsi une prime de 17,9% par rapport à cette valeur.

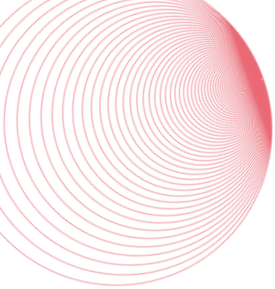
e) Analyses de sensibilité

L'effet de la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est résumé ci-après :

Sensibilité aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini			
	12,87%	13,87%	14,87%
2,50%	50,47 €	45,99 €	42,24 €
2,00%	49,07 €	44,87 €	41,33 €
1,50%	47,79 €	43,84 €	40,49 €
Ecart-type / valeur cible : 7,3%			

Il résulte de ce tableau une fourchette d'évaluation encadrant la valeur centrale, les primes dégagées par le prix offert de 52,90 € comparé à ces valeurs étant résumées ci-après :

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
DCF	30,6%	17,9%	4,8%



Par ailleurs :

- l'hypothèse de convergence du taux de chèques périmés vers celui observé chez Edenred a un impact négatif de 4,4 € par action sur notre modèle;
- le maintien du dispositif du CIR, au-delà de 2019, a un effet positif de 1,1 € par action ;
- l'hypothèse de distribution de la totalité de l'excédent de trésorerie constaté à fin 2014 équivaut à un taux de distribution égal 86 % du bénéfice 2014 (ou de 78% sur la base du résultat consolidé avant amortissement des goodwill). Il s'agit d'une hypothèse favorable, la société n'ayant jamais retenu un tel niveau de distribution afin de constituer une réserve de trésorerie prudentielle. La prise en compte de la totalité de cette trésorerie impacte favorablement la valeur de 1,6 € par action.
- pour les années suivantes, il est retenu l'hypothèse de la distribution de la totalité du résultat net compte tenu notamment des variations d'EFR attendues. De ce fait, les fonds propres seraient stables alors qu'augmenteraient les risques opérationnels dans une proportion sans doute équivalente à celle du chiffre d'affaires. Si nous avions maintenu un encours de trésorerie excédentaire proportionnel au niveau d'activité, ceci eût conduit un taux de distribution de 85% et à une réduction de 6 € de la valeur par action, soit à une valeur centrale de 38,9 € par action.

f) Appréciation de synergies éventuelles

Edenred est le numéro un des services prépayés aux entreprises. Il est présent à ce titre sur le marché des chèques cadeau sur support papier. Outre leurs liens capitalistiques, les deux sociétés sont déjà en relation d'affaires depuis plusieurs années, ProwebCE se fournissant en chèques papier essentiellement auprès d'Edenred. L'acquisition du contrôle de la Société est donc pour Edenred une opportunité de développement sur le segment des chèques dématérialisés, la dématérialisation étant une problématique qui touche aussi actuellement le ticket restaurant. L'adossement de la Société à un groupe tel qu'Edenred crée aussi des opportunités pour cette dernière.

[REDACTED]

Au vu des informations dont nous disposons, en supposant que 50% des synergies commerciales seront atteintes, et en tenant compte d'une répartition de la valeur additionnelle à parts égales entre Edenred et ProwebCE, nos calculs aboutissent à un impact de 7 € par action sur notre valeur centrale par les DCF, conduisant à une valeur de 51,9 €. Cette valeur résulte d'une approche théorique dans la mesure où nous n'avons reçu aucune prévision de synergies, ni de la part la de Société ni de celle d'Edenred.

4.2.3 Evaluation par les comparables boursiers

Il n'existe pas à notre connaissance un concurrent direct de ProwebCE qui soit coté. Son principal concurrent, Kalidea fait pour sa part l'objet d'un montage de type *private equity*.

Pour cette raison, nous avons constitué un échantillon composé :

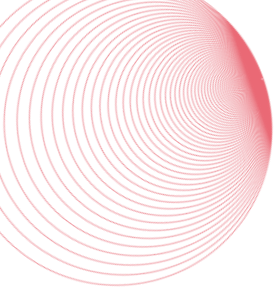
- d'éditeurs de logiciels professionnels pour tenir compte de l'activité d'édition de logiciels de gestion de la Société ;
- d'e-commerçants pour tenir compte de l'activité Meyclub, (abonnement et négoce pur) ;
- et d'Edenred, spécialiste des services prépayés, afin d'évaluer la part de l'activité imputable aux chèques cadeau.

Au vu de la politique d'activation de charges de la Société et de sa disparité au sein de l'échantillon, nous privilégions les multiples de résultat opérationnel, cet agrégat, à la différence de l'EBE permettant d'intégrer l'ensemble des charges opérationnelles réellement supportées par les sociétés dans la mesure où, par exemple les dépenses de R&D présentent un haut degré de récurrence.

Société	VE (en M€)	VE / EBIT (x)			
		2014	2015	2016	2017
<u>Echantillon : Editeurs de logiciels</u>					
Cegid Group Sa	388,8	9,9x	9,4x	8,7x	8,0x
Axway Software Sa	379,8	11,9x	9,3x	8,0x	7,5x
Lectra Sa	366,1	18,5x	11,8x	9,5x	8,6x
Linedata Services Sa	242,7	8,3x	8,0x	7,8x	7,3x
Pharmagest Interactive Sa	312,6	12,3x	11,6x	11,3x	10,4x
Moyenne	378,2	12,2x	10,0x	9,1x	8,4x
Mediane	379,8	11,9x	9,4x	8,7x	8,0x
<u>Echantillon : E-commerce</u>					
Overstock Com Inc	545,2	18,2x	16,7x	16,4x	13,5x
Pcm Inc	174,8	12,0x	9,2x	8,2x	7,8x
Ldlc Com Sa	117,8	10,2x	8,5x	7,0x	5,3x
Orbitz Worldwide Inc	1 599,4	19,5x	16,0x	14,3x	12,3x
Edreams Odigeo Sa	871,9	15,6x	13,4x	11,8x	10,5x
Moyenne	661,8	15,1x	12,7x	11,5x	9,9x
Mediane	545,2	15,6x	13,4x	11,8x	10,5x
Edenred Sa	5 749,8	16,8x	15,0x	13,5x	12,1x

Les multiples de chaque sous-échantillon sont ensuite pondérés en fonction de la contribution de chaque activité à la formation de la marge brute prévisionnelle normative.

Par ailleurs, dans la mesure où nos comparables présentent en moyenne des taux de croissance plus faibles que ceux de la société et un coût du capital inférieur (du fait de



bêtas et de primes de taille plus faibles), il convient selon nous d'opérer un double retraitement. En effet :

- avec moins de croissance attendue, les multiples des comparables sous-estiment ceux à appliquer en 2014 et en 2015, et inversement, surestiment ceux des années 2016 et 2017 ;
- à croissance égale, en raison du coût du capital plus élevé de la Société, les multiples de l'échantillon surestiment sa valeur.

Ces retraitements résultent soit de régressions linéaires, soit de l'application de nos modèles internes liant les multiples à la croissance et au coût du capital. L'effet des retraitements opérés par nos soins sur les multiples pondérés est résumé ci-après :

Multiples de VE/EBIT	2014	2015	2016	2017
Multiple ajusté retenu	16,1x	12,8x	10,1x	8,3x
Multiple non ajusté	14,2x	11,9x	10,7x	9,7x
Prime / (décote)	13,6%	7,4%	-5,5%	-15,1%

En privilégiant les multiples ajustés et prévisionnels correspondant aux exercices 2015 à 2017, il ressort une valeur centrale de l'action ProwebCE de 46,3 €. Les primes et les décotes induites par le prix offert sont résumées dans le tableau ci-après :

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
Multiples boursiers	15,5%	14,3%	2,1%

Pour mémoire, l'application des multiples non ajustés conduirait à une valeur centrale de 48,6 € par action.

Compte tenu du caractère imparfait de l'échantillon, nous retenons cette approche à titre secondaire, les prix par transparence de cession des titres à l'Initiateur et la valeur centrale par le DCF étant en revanche retenus à titre principal.

4.2.4 Evaluation par les multiples des transactions comparables

A défaut de transactions portant sur des sociétés directement comparables, nous avons retenu un échantillon composite regroupant des éditeurs de logiciels, des e-commerçants et des agences de tourisme par Internet.

Cible	Localisation	Acquéreur	Date d'annonce	% du capital acquis	VE / EBIT retenu	Structure financière (M€)	
						VE	DN / VE
<u>Echantillon : éditeurs de logiciels spécialisés</u>							
OpenJaw Technologies	Irlande	GuestLogix	déc.-14	100,0%	7,2x	33,0	nd
Exact Software	Allemagne	SAGE Group	juil.-14	100,0%	20,0x	16,0	(1,4%)
24 Ore Software	Italie	TeamSystem	avr.-14	100,0%	11,8x	117,5	11,5%
Systar	France	Axway Software	mars-14	61,0%	20,2x	56,6	0,4%
Napa Oy	Finlande	ClassNK	mars-14	100,0%	14,6x	42,8	(23,6%)
<u>Echantillon : e-commerce</u>							
Hexaplan Oy	Finlande	Lounais-Suomen Logistiikkamyynti Oy	août-13	100,0%	5,6x	3,9	(13,6%)
bol.com	Pays-bas	Koninklijke Ahold	févr.-12	100,0%	21,0x	352,0	(0,2%)
<u>Echantillon : e-tourisme</u>							
Travel Fusion	UK	Ctrip.com International	janv.-15	100,0%	26,7x	123,5	(7,9%)
Karavel (Karavel-Promovacances)	France	LBO France Gestion	avr.-11	100,0%	10,1x	200,0	nd
Opodo	UK	AXA Private Equity and Permira	févr.-11	100,0%	13,1x	450,0	3,2%

Source : E-Mat

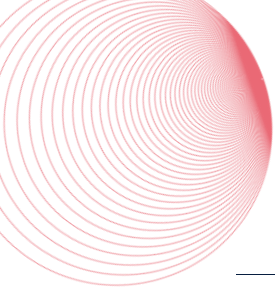
L'application du multiple médian de notre échantillon aux agrégats 2014, 2014 et 2016³⁰, conduit à une valeur de 45,1 € par action, comprise dans une fourchette de 34 € à 56 €. L'application du seul multiple historique au résultat opérationnel 2014 (ou EBIT 2014), conduirait sensiblement au même résultat, soit 45,3 €.

Les primes offertes par le prix de 52,9 € sont résumées ci-après :

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
Multiples de transactions	55,5%	17,4%	-5,8%

Compte tenu de ses imperfections, cette approche n'est présentée qu'à titre de recoupement.

³⁰ Après prise en compte d'un taux de croissance normatif égal à celui des sociétés de notre échantillon de sociétés comparables cotées pour les multiples à appliquer aux agrégats prévisionnels.



5. ACCORDS CONCLUS DANS LE CADRE DE L'OFFRE

5.1 Opérations connexes issues du Protocole d'accord

Il relève de notre mission de nous assurer que les dispositions du Protocole d'Accord ne sont pas susceptibles d'enfreindre le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires de ProwebCE. Pour cette raison, il convient selon nous, de porter à la connaissance des actionnaires de ProwebCE et d'apprécier les conséquences financières des accords suivants :

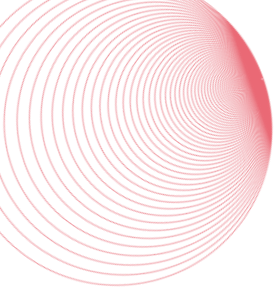
- en premier lieu le Protocole d'Accord prévoit le paiement ou des rémunérations d'apports de titres ProwebClub différenciés qui induisent, par transparence, potentiellement, des prix différents de l'action ProwebCE. Comme mentionné précédemment, cette différenciation résulte des garanties accordées ou du mode de paiement du prix ;
- d'autre part, les actions de l'Initiateur remises en rémunération des apports font l'objet de promesses d'achat et de vente afin d'en garantir la liquidité. Cette liquidité s'appuie sur des formules de prix qu'il convient d'examiner.

Enfin, à l'exception de Patrice Thiry, les managers de la société, qui pour la majorité d'entre eux étaient déjà actionnaires de ProwebClub, vont souscrire à des BSA émis par l'Initiateur qui ont fait l'objet d'une évaluation par le cabinet Grant Thornton.

5.1.1 Prix différenciés de cession et principe d'égalité de traitement

Nous rappelons qu'il existe selon le Protocole d'Accord 3 prix de cession ou d'apport des actions ProwebClub à l'initiateur :

- Un prix de 3,19 € pour Patrice Thiry et pour les membres de sa famille, soit perçu directement, soit indirectement en rémunération de l'apport de titres du holding 5HM qui n'a d'autre actif à son bilan que des actions ProwebClub. Ce prix fait ressortir par transparence une valeur de l'action ProwebCE de 52,90 €, qui, selon nos calculs, est identique au prix offert dans le cadre de l'OPAS et du RO ;
- Un prix de 3,06 € par action pour les autres actionnaires assumant leur stricte quote-part de garantie d'actifs – passifs, les Autres Garants, auxquels s'ajoutent les fonds EDRIP qui perçoivent aussi un prix de cession de 3,06 €, composé d'une part ferme de 2,54 € et d'un complément de prix conditionné d'une valeur maximum de 0,52 €.



Le prix de 3,06 € conduit à une valeur par transparence de 50,75 € par action ProwebCE ;

- Un prix de 2,92 € réservé aux actionnaires n'assumant aucune garantie, soit tous les managers excepté Gonzague Bellanger³¹, les business angels et les autres investisseurs privés. Ce prix induit par transparence une valeur de l'action ProwebCE de 48,39 €.

Par conséquent, les actionnaires minoritaires de ProwebCE qui n'assument aucune garantie d'actifs ni de passifs, se voient offrir une prime de 9,3% par rapport aux actionnaires minoritaires de ProwebClub qui auraient vendu leurs titres au prix de 2,92 €.

Par ailleurs, dans tous les cas de figure où une partie des garanties serait appelée, les actionnaires minoritaires sollicités à l'OPAS et au RO bénéficient d'un prix de cession supérieur à celui de Patrice Thiry et les membres de sa famille retenu pour la cession de leurs actions à l'Initiateur.

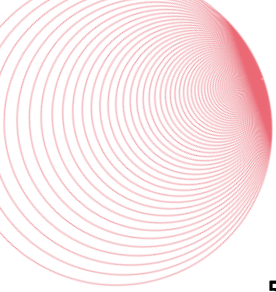
En conséquence, au vu des informations qui nous ont été communiquées, le prix de 52,90 € proposé aux actionnaires de ProwebCE correspond au prix théorique le plus élevé qui ressort par transparence des cessions d'actions de ProwebClub à l'initiateur. Les cessions d'actions ProwebClub à l'Initiateur ne nous semblent donc pas de nature à remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires.

5.1.2 Prix différenciés d'apport et principe d'égalité de traitement

Selon le Protocole d'Accord, sauf cas de cession conjointe, les actions sont incessibles. Toutefois, Edenred bénéficie de promesses de vente de la part des autres actionnaires et inversement, en cas de non exercice, Patrice Thiry et les membres de sa famille disposent d'une promesse de vente de la part d'Edenred. L'ensemble de ces promesses constitue donc un dispositif assurant la liquidité des actionnaires du futur holding, Initiateur de l'Offre, ces actions n'étant pas cotées.

Sur la base de l'analyse des conditions financières prévues par le Protocole d'Accord, laquelle est détaillée en annexe de notre rapport, il ressort que ni les prix de sortie des titres apportés par la famille Thiry, ni ceux dont bénéficient les autres actionnaires, ne font ressortir de prime immédiate par transparence sur le prix de 52,90 € offert dans le cadre de l'OPAS et du RO.

³¹ Directeur financier de la Société et fondateur de CeNet, société acquise par ProwebCE inclus parmi les Autres Garants.



5.1.3 Prix de souscription des BSA émis par l'initiateur

Les managers anciens actionnaires de ProwebClub se sont vus proposer la souscription de BSA incessibles, émis par l'initiateur et d'échéance 3 ans, à un prix de souscription représentant 14% du prix des actions sous-jacentes.

Ce prix a fait l'objet d'une évaluation du cabinet Grant Thornton qui a appliqué à la valeur des BSA une décote d'illiquidité et d'incessibilité de 36%. Ce taux nous semble cohérent avec les décotes observées dans les notes d'opération visées par l'AMF lors de l'émission de BSA incessibles. Par ailleurs, les méthodes retenues en tant que telles n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

En conséquence, sur la base des conclusions de Grant Thornton, le prix de souscription des BSA reflète leur juste valeur du point de vue de leurs bénéficiaires et est corroboré par les valeurs observées à l'occasion de l'émission de BSA incessibles.

5.2 Offre de liquidité spécifique accordée aux détenteurs d'actions TEPA

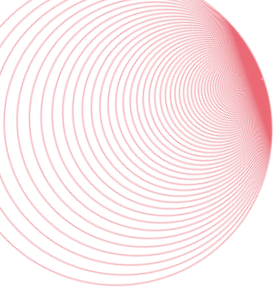
Le dispositif de liquidité qui sera offert aux détenteurs d'actions soumises au régime TEPA leur permet de conserver le bénéfice de ce régime fiscal spécifique en contrepartie de l'engagement de céder leurs titres au prix de 52,90 € à l'Initiateur, au terme de la période de conservation.

En l'absence de tout complément de prix par rapport au prix offert de 52,90 €, ces actionnaires ne seront pas rémunérés de leur engagement de ne pas céder leurs titres avant la date convenue. Cette décision relève donc d'un arbitrage entre leur situation fiscale et la perte d'opportunité liée à l'acceptation de ne pas obtenir la liquidité immédiate de leurs titres.

Ce dispositif n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

6. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Aurel BGC, en sa qualité d'Etablissement présentateur de l'Offre.



Les valeurs centrales auxquelles l'Etablissement présentateur et nous-même aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

En € par action	Aurel BGC	BM&A
Prix de cession par transparence	50,75 €	50,75 €
DCF	45,96 €	44,87 €
Multiples boursiers	43,39 €	46,29 €
Multiples de transactions	na	45,08 €

6.1 Méthode des DCF

Comme nous, l'Etablissement présentateur a procédé à des ajustements du plan d'affaires de la Société. Par solde, les prévisions de résultat opérationnel qu'il retient sont sensiblement identiques aux nôtres, quoique légèrement inférieures (3%).

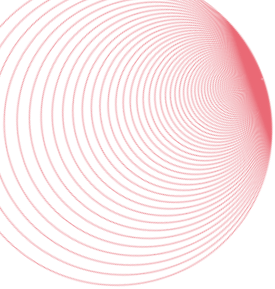
Notre principale divergence en termes de prévision vient de ce que nous avons prolongé le plan d'affaires en abaissant le taux de chèques périmés, l'Etablissement présentateur calculant la valeur résiduelle à horizon de fin 2019, ce qui est globalement pénalisant comparé à une extrapolation. Inversement, en retenant un taux d'actualisation de 11,46% (bêta de 1,0) Aurel BGC parvient à une valeur par action supérieure de 1,09 €, soit un écart de 2,4% par rapport à notre valeur centrale.

A titre de recoupement, en retenant un taux d'actualisation identique à celui de l'Etablissement présentateur, notre modèle aboutirait à une valeur de 56,5 € par action, supérieur de 25 % à la valeur centrale retenue par nos soins. Inversement, avec des taux d'actualisation et de croissance à l'infini identiques aux nôtres, le modèle d'Aurel BGC aboutirait à une valeur 37,9 €, inférieur de 17,5 % à la valeur centrale qu'il retient.

Nos travaux illustrent donc deux visions différentes de la Société, l'Etablissement présentateur retient des flux et un potentiel de croissance inférieurs, impliquant un niveau de risque plus limité qui justifie l'emploi d'un taux d'actualisation plus faible. Néanmoins, par solde, ces différences se compensent en aboutissant à un écart de valeur inférieur à 2,5% et que nous considérons de ce fait comme non significatif.

6.2 Méthode des comparables

L'Etablissement présentateur retient comme nous un échantillon imparfaitement comparable et de ce fait composite.



Par ailleurs, ses travaux se fondent sur le multiple d'EBITDA que nous ne considérons pas comme pertinent en raison de l'effet résultant de l'activation des frais de R&D, les différences de durée d'amortissement nous semblant de second ordre.

Aurel BGC aboutit à une valeur centrale de 43,39 €, inférieure de 6,3 % à notre résultat. Cet écart est modeste et ne remet pas en cause l'approche DCF qui, selon nous, prévaut sur les comparables.

6.3 Prix de cession des titres ProwebClub et valeur par transparence

Sans surprise, nous parvenons à la même valeur par transparence de 50,75 € induite par le prix d'acquisition moyen des titres ProwebClub. En revanche, nous affichons un léger écart sur les prix de cession différenciés pour Patrice Thiry et pour les managers, en raison d'une différence méthodologique :

- nous appliquons aux prix par transparence, les mêmes primes et décotes que celles perçues respectivement par Patrice Thiry et les managers ;
- l'Etablissement présentateur refait un calcul d'ANR complet en remplaçant le prix de cession moyen par, soit le prix haut, soit le prix bas.

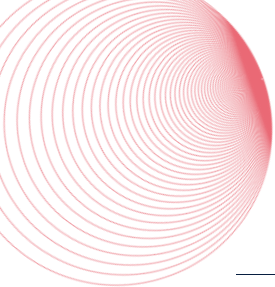
Pour notre part, nous avons choisi l'approche la plus favorable aux actionnaires minoritaires de la Société qui consiste à leur faire bénéficier de la même prime que celle obtenue par Patrice Thiry, exprimée en pourcentage par rapport au prix moyen.

Ces différences ne sont pas significatives.

6.4 Synthèse des écarts

Les différences méthodologiques entre nos travaux sont minimales et nos conclusions convergentes.

Enfin, il convient de remarquer que nous avons mis en œuvre une méthode supplémentaire, i.e. les multiples de transactions comparables, à titre et de recoupement. L'absence de cette approche dans les travaux de l'Etablissement présentateur n'a donc aucune incidence sur nos perceptions respectives de la valeur de la Société.



7. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux, nous constatons que le prix offert de 52,90 € est identique au prix par transparence offert à Patrice Thiry et aux membres de sa famille, découlant du prix de cession le plus élevé obtenu par les actionnaires actuels de ProwebClub qui cèdent le contrôle à l'Initiateur.

Il convient par ailleurs de souligner que ce prix est, pour les actionnaires minoritaires de la Société, exempt de toute garantie, ce qui n'est pas le cas pour Patrice Thiry et les membres de sa famille.

Par ailleurs, nous concluons que les prix d'apport des titres de ProwebClub n'ont pas, selon nous, une valeur immédiate supérieure aux prix de cession.

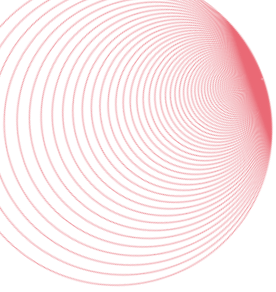
En conséquence, le prix de 52,90 € par action offert aux actionnaires de la Société est supérieur ou égal aux valeurs par transparence qui découlent des prix de cession et des valeurs d'apport des actions ProwebClub à l'Initiateur.

Nous considérons enfin que le prix de cession par transparence de 50,75 €, qui reflète celui de l'acquisition des titres ProwebCE par l'Initiateur, constitue une référence forte dans la mesure où il a été accepté par des fonds d'investissement et par des investisseurs avertis qui ont une connaissance approfondie de la Société et qui l'accompagnent dans son développement depuis l'origine pour certains d'entre eux.

La mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères nous conduit à la conclusion que le prix de 52,90 € fait ressortir des primes comprises entre 17,9% et 14,3% par rapport aux valeurs centrales découlant de méthodes développées par nos soins à titre principal et secondaire, soit respectivement le DCF et les comparaisons boursières. Par ailleurs, il ressort une prime de 17,4% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode des transactions, mise en œuvre à titre de simple recoupement.

Synthèse des approches	Minimum	Valeur cible	Maximum
Valeurs de la transaction	48,39 €	50,75 €	52,90 €
DCF	40,5 €	44,9 €	50,5 €
Multiples boursiers	45,8 €	46,3 €	51,8 €
Multiples de transactions	34,0 €	45,1 €	56,1 €

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
Valeurs de la transaction	9,3%	4,2%	0,0%
DCF	30,6%	17,9%	4,8%
Multiples boursiers	15,5%	14,3%	2,1%
Multiples de transactions	55,5%	17,4%	-5,8%



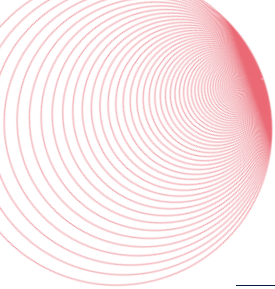
Sur la base de ces résultats et de notre analyse des opérations connexes, notre opinion est que le prix de 52,90 € proposé dans la cadre d'une offre d'achat simplifiée et d'un retrait obligatoire portant sur les actions de ProwebCE, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 21 mai 2015

BM&A

Eric Blache
Expert-comptable
Commissaire aux comptes

Roland Clère
Senior Manager



8. ANNEXE

Selon le Protocole d'Accord, Edenred bénéficie, dans le cadre d'un mécanisme de liquidité à terme, de promesses de vente de la part des autres actionnaires portant sur leurs titres PWCE Participations, étant entendu que leurs exercices demeurent à la main d'Edenred qui conserve la faculté de ne pas en user (cf. infra). Sauf cas de cession conjointe, les actions sont incessibles. Par simplification, nous qualifierons ces promesses d'options d'achat ou de *calls* à la main d'Edenred, bien qu'il ne s'agisse pas à proprement parler d'options, en l'absence de prix d'exercice fixé à l'avance.

a) Famille Thiry

Les prix de sortie en cas d'exercice des calls détenus par Edenred dépendent d'une grille de performance qui induit un multiple d'EBITDA³² en fonction des futurs niveaux d'EBITDA.

Par ailleurs, Patrice Thiry et les membres de sa famille, (ci-après les Thiry) disposent en plus des autres actionnaires, sans que cela n'assure de liquidité garantie, d'un prix plancher d'un montant variant entre 50% et 100% de la valeur d'apport si l'EBITDA est compris entre son niveau de 2014 et un niveau qui lui serait inférieur de 28%.

Si Edenred n'exerce pas ses calls, alors les Thiry bénéficient d'une promesse de vente de la part d'Edenred qui ne présente pas de prix plancher et repose sur des multiples décotés de 20% par rapport à la promesse accordée à Edenred. Les Thiry bénéficient ainsi d'un call à leur main, conditionné par le non - exercice par Edenred de ses calls. Tout comme précédemment, la décision d'exercice est à la main des Thiry et présente un caractère incertain (cf. infra).

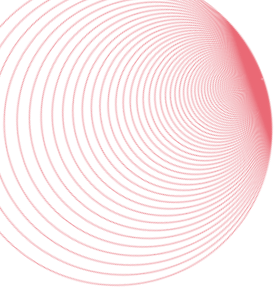
Exposé du modèle d'évaluation :

Pour évaluer l'impact immédiat de ce dispositif de liquidité sur la valeur des actions apportées à l'Initiateur, nous n'avons retenu que des critères financiers. Dans cette optique, nous avons cherché à estimer :

- les espérances des valeurs de vente à Edenred sur la base d'hypothèses d'exercice en [REDACTED] ;
- la probabilité que les valeurs de sortie soient supérieures à la valeur réelle de la Société et que les parties n'exercent pas leurs calls.

Compte tenu de ces résultats, nous parvenons à une estimation de l'espérance de [REDACTED] des actions apportées qui, après actualisation, peut être comparée au prix par transparence d'une action cédée.

³² L'EBITDA pour *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, diffère ici de l'EBE précédemment défini par i) l'inclusion du CIR, des produits de placement de la trésorerie issue des encours de chèques cadeau et des subventions des CE ainsi que du résultat exceptionnel et ii) l'exclusion de la CVAE.



Dans la mesure où les conditions de financement de l'Initiateur par Edenred ne présentent aucun avantage particulier pour ses actionnaires minoritaires (dont les Thiry), nous raisonnons par transparence, directement sur la valeur de l'action ProwebCE.

Pour estimer le risque de prévision de l'EBITDA, soit le coefficient de variation de la prévision³³, nous avons dans un premier temps estimé la volatilité théorique des rendements de l'action sur la base de notre échantillon de sociétés comparables en nous basant sur le coefficient de corrélation découlant du bêta estimé par nos soins. Cette volatilité théorique s'établit à près de 47% et est légèrement inférieure à celle relevée avant janvier 2012 en retraitant les variations de cours de l'action ProwebCE des cotations résultant du contrat d'animation réalisées dans des volumes non significatifs.

Par ailleurs, selon nos bases de données, nous avons estimé le coefficient de variation d'un multiple de sortie à horizon de 5 ans dans un modèle de type DCF, soit l'horizon généralement retenu pour calculer une valeur résiduelle. Compte tenu de la dispersion du coût du capital anticipé, avec le bêta de la Société, il ressort d'après nos calculs un coefficient de variation proche de 11%.

Par simplification, nous avons supposé que l'erreur de prévision affectant le calcul de la valeur résiduelle à 5 ans explique l'essentiel de la dispersion de la valeur de l'action, dans la mesure où i) elle constitue typiquement plus de 70% de la valeur dans un modèle DCF et où ii) les erreurs sur la période intermédiaire tendent à s'annuler.

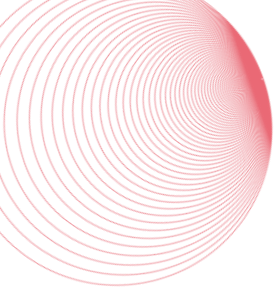
En seconde approximation, nous considérons que i) la variable aléatoire qu'est le multiple de valeur d'entreprise retenu pour le calcul de la valeur résiduelle et ii) la variable aléatoire qu'est l'EBITDA prévisionnel sont indépendantes, autant d'arguments pouvant être retenus en faveur d'une corrélation positive (procyclique) que négative (contracyclique).

Par cette approche, connaissant le coefficient de variation de la valeur attendue de l'action ProwebCE [REDACTED], sur la base d'une hypothèse classique de distribution lognormale des valeurs, nous estimons la dispersion de la prévision de l'EBITDA [REDACTED] [REDACTED] à près de 48%. Pour les exercices antérieurs, le risque est supposé suivre une fonction croissante concave en étant proportionnel à la racine carrée du temps, modèle généralement retenu pour la valeur des actifs financiers et que nous maintenons ici à défaut de données statistiques disponibles.

Une fois ces données établies, l'espérance de valeur de sortie de l'action ProwebCE est modélisée par une simulation de Monte Carlo. Selon nos calculs, l'espérance de valeur [REDACTED] [REDACTED] en cas d'exercice du call d'Edenred est de 92 € par action contre 80 € pour le call à la main des Thiry. Par ailleurs, abstraction faite du dividende³⁴, l'espérance de valeur de marché de l'action est de 74,9 € compte tenu du coût du capital de la Société tel qu'établi par nos soins.

³³ L'écart-type théorique de la prévision rapporté à son espérance est l'estimation de la dispersion exprimée en %.

³⁴ Ce qui augmente l'Espérance de valeur de l'action [REDACTED] [REDACTED] et tend à surestimer l'avantage de Patrice Thiry.



Il convient maintenant de déterminer les cas où Edenred préférerait ne pas exercer et attendre tout en conservant le contrôle, en raison d'une baisse de la valeur de marché de la Société (d'origine exogène ou endogène). Compte tenu de l'intérêt industriel que présente la Société, nous pensons qu'il faudrait une forte décote de la valeur pour adopter une telle stratégie financière. Nous estimons cette décote à 30%, soit un niveau en théorie absorbable, soit par retournement du marché actions, soit par le dégagement de synergies opérationnelles. Nous estimons que cette décote est trop importante pour que le minoritaire prenne le risque d'exercer son call conditionnel, d'autant que cette situation n'empêchera pas les parties de mettre en place de nouveaux accords de liquidité si besoin.

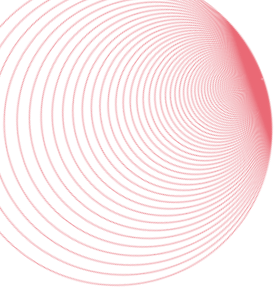
En résumé, il convient d'estimer la probabilité que le call d'Edenred soit exercé connaissant les distributions de type lognormal, tant de la valeur de liquidité résultant du multiple d'EBE, que de la valeur de marché théorique de l'action. Selon nos calculs, cette probabilité est de 44% en prenant une hypothèse à notre avis maximaliste de 90% de taux de corrélation entre la valeur issue de la formule conventionnelle d'EBE et la valeur de marché théorique de l'action. Par cette approche, l'Espérance de Valeur de l'action [REDACTED] pour Patrice Thiry s'établit à 71,2 €, ce qui est inférieur à l'espérance de valeur de marché de l'action, certains cas d'exercice étant à l'avantage d'Edenred. Toutefois, cette valeur présente une dispersion plus faible que celle de l'action ce qui justifie de l'actualiser à un taux inférieur au coût du capital de la Société. Selon nos calculs, ce taux s'établit à 11,17%. Après actualisation, la valeur immédiate des titres apportés ressort ainsi à 51,8 €.

La valeur immédiate (par transparence) des titres apportés étant de 51,8 €, elle présente une légère décote comparée au prix des titres cédés à l'Initiateur qui supportent les mêmes garanties. En conséquence, il n'est offert aucune rémunération en compensation de l'illiquidité pendant [REDACTED] des titres apportés :

- selon les travaux académiques récents de S. Ghaidarov³⁵ qui définissent le coût de l'illiquidité comme étant celui d'un put à déclenchement différé, la décote de la valeur de l'action apportée pourrait excéder 30% par rapport aux prix de l'action cédée, compte tenu de sa volatilité. Il en résulterait un prix de l'illiquidité de 15,87 € qui, ajouté au prix de cession de 52,90 €, conduirait à une valeur financière immédiate des titres apportés de 68,8 € ;
- selon d'autres approches développées par nos soins et n'impliquant elles aussi qu'une seule option dans la monnaie, nous parviendrions au même niveau de rémunération de l'illiquidité que S. Ghaidarov ;
- enfin, pour mémoire, une simple stratégie d'achat d'actions liquides et de vente à terme, qui en l'espèce ne pourrait pas être mise en œuvre (en l'absence d'actions liquides), conduirait également, selon nous, à un coût de l'illiquidité de 15%.

En conséquence, après coût de l'illiquidité, la valeur financière immédiate des titres ProwebClub apportés à l'initiateur par Patrice Thiry et les membres de sa famille, compte tenu de la formule de calcul du prix de sortie et du prix plancher garanti, est inférieure au prix des titres non apportés et cédés à l'initiateur. Un raisonnement identique sur la [REDACTED] qui concerne potentiellement [REDACTED], nous conduit aux mêmes conclusions.

³⁵ Ghaidarov S., "Analytical Bound on the Cost of Illiquidity for Equity Securities Subject to Sale Restrictions", *The Journal of Derivatives*, 2014, vol. 21 n°4, 31-48.



En d'autres termes, les prix de sortie des titres apportés qui découlent des accords passés entre les Thiry et Edenred ne présentent pas, selon nous, de prime immédiate par rapport au prix offert aux actionnaires minoritaires de ProwebCE dans le cadre de l'OPAS et du RO.

b) Les autres actionnaires minoritaires de PWCE Participation

La valeur de liquidité des titres apportés par la famille Thiry ne présentant pas de prime par transparence comparée au prix de 52,90 €, et ces titres étant les seuls à bénéficier d'un prix plancher, il découle de ce qui précède que les formules de prix de liquidité dont bénéficient les autres actionnaires ne font pas non plus ressortir de prime immédiate par transparence sur le prix offert de 52,90 €.

PROWEBCE

Addendum à notre rapport d'expertise indépendante

émis le 21 mai 2015

Postérieurement à la remise de notre rapport le 21 mai 2015 (ci-après le « Rapport »), les actionnaires historiques de ProwebClub ont conclu le 1^{er} juin 2015 un avenant (ci-après « l'Avenant ») au Protocole d'accord conclu le 24 mars 2015 (ci-après « le Protocole »), ainsi qu'un pacte d'associés (ci-après le « Pacte d'associés »).

- L'Avenant modifie la répartition des titres apportés et cédés de la société ProwebClub à l'Initiateur par rapport à celle prévue initialement par le Protocole. Toutefois, cette nouvelle répartition étant envisagée par les parties préalablement à la remise de notre Rapport, elle a pu nous être communiquée et a été intégrée dans nos travaux. Par la prise de connaissance de l'Avenant, nous nous sommes assurés que i) le nombre d'actions cédées et apportées à l'initiateur par chacune des parties, ii) les prix de cession et les valeurs d'apport et iii) la répartition du capital de l'Initiateur après cession et apport des titres ProwebClub, sont bien identiques à ceux qui nous ont été communiqués préalablement à la remise de notre Rapport.
- Nous avons pris connaissance du Pacte d'associés qui finalise le projet de pacte qui était annexé au Protocole. Nous nous sommes assurés que cette version définitive n'apporte aucune modification substantielle aux dispositions initialement envisagées. En particulier, nous avons vérifié le maintien des dispositions organisant la liquidité éventuelle des titres de l'Initiateur entre ses différents actionnaires.

En conséquence, après prise de connaissance de l'Avenant et du Pacte d'actionnaires conclus le 1er juin 2015, nous confirmons que ces accords n'apportent aucune modification aux résultats de nos calculs mentionnés dans notre Rapport ni à ses conclusions.

Fait à Paris, le 16 juin 2015

BM&A

Eric Blache
Expert-comptable
Commissaire aux comptes

Roland Clère
Senior Manager



11, rue de Laborde - 75008 Paris

Tél. 33 (0) 1 40 08 99 50

Fax. 33 (0) 1 40 08 99 99

bma@bma-paris.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
S.A. au capital de 1 200 000 € • RCS Paris B 348 461 443 • Code NAF 69.20Z

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

À la date de la présente note en réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé de la façon suivante :

Composition du Conseil d'administration de Prowebce	
Nom	Fonction
Monsieur Patrice Thiry	Président directeur général
Monsieur Jacques André	Administrateur
Monsieur Bertrand Berullier	Administrateur

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 8 juin 2015 afin (i) de discuter du projet d'Offre et des intentions de l'Initiateur, (ii) de prendre connaissance du rapport de l'Expert Indépendant (voir la section 3 de la présente note en réponse) nommé par la Société pour établir un rapport d'expertise en application des dispositions de l'article 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF et (iii) en conséquence, de rendre un avis motivé sur le projet d'Offre.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés, à l'exception de Monsieur Jacques André lequel était absent et excusé.

Tous les membres présents ou représentés ont pris part au vote de la résolution relative à l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La séance était présidée par Monsieur Patrice Thiry en sa qualité de Président du Conseil d'administration de la Société.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration a adopté à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, l'avis motivé suivant :

« Le Président met les documents suivants à la disposition des administrateurs :

- (i) le projet de note d'information établi par PWCE Participations tel que PWCE Participations envisage de le déposer auprès de l'AMF, contenant notamment (a) les motifs et intentions de ce dernier et (b) la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparée par Aurel BGC, établissement présentateur de l'Offre ;
- (ii) le rapport établi par le cabinet BM&A, représenté par Messieurs Eric Blache et Roland Clère, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») ; et
- (iii) le projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du règlement général de l'AMF. »

[...]

« Examen des termes de l'Offre et avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires

Après examen des documents visés ci-dessus, le Conseil a procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments, et a constaté que :

- (i) *PWCE Participations entend soutenir activement les dirigeants de la Société dans la poursuite des principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de renforcer sa position de leader sur le marché de la communication, de la gestion et des activités sociales et culturelles des comités d'entreprise ;*
- (ii) *PWCE Participations n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;*
- (iii) *PWCE Participations s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Prowebce en matière d'emploi. La Société n'anticipe donc pas de changement au sein de ses effectifs ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines de Prowebce ;*
- (iv) *en cas de radiation du marché Alternext d'Euronext Paris, il est envisagé de transformer la Société en société par actions simplifiée, la direction générale de la Société restant confiée à la direction générale actuelle de la Société ;*
- (v) *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, PWCE Participations a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Prowebce non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre ;*
- (vi) *le Prix de l'Offre est de 52,90 euros par action Prowebce ;*
- (vii) *le Prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans le rapport de l'Expert Indépendant ;*
- (viii) *les conclusions de l'Expert Indépendant précisent que « le prix de 52,90 € proposé dans la cadre d'une offre d'achat simplifiée et d'un retrait obligatoire portant sur les actions de ProwebCE, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société » ;*
- (ix) *l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation en apportant leurs actions à l'Offre, cette liquidité étant offerte à un prix attractif au regard de la prime*

offerte par rapport à la valeur de la Société résultant des méthodes de valorisation multicritères ;

- (x) PWCE Participations proposera aux porteurs d'Actions TEPA tenus à un engagement de conservation de conclure des engagements de liquidité portant sur les Actions TEPA qui n'en font pas encore l'objet, à un prix égal au prix de l'Offre, ce qui permettra d'exclure ces actions du retrait obligatoire et à leurs actionnaires de conserver les avantages fiscaux qui y sont attachés ;*
- (xi) la négociation des actions Prowebce sur le marché Alternext d'Euronext Paris n'est plus pertinente, notamment dans la mesure où le financement du développement de la Société pourra être assuré, le cas échéant, par PWCE Participations et ses actionnaires sans recours aux marchés financiers ; de même, les faibles volumes échangés dans le passé, la suspension du titre depuis 2012 et l'étroitesse du flottant (qui représente moins de 5% du capital et des droits de vote) démontrent que le maintien de la négociation des actions Prowebce sur le marché Alternext d'Euronext Paris n'est plus justifié alors qu'il représente un coût, en particulier compte tenu des contraintes réglementaires et administratives qui y sont liées et des contraintes en matière d'information permanente et périodique imposées par la réglementation boursière ; et*
- (xii) le retrait des actions Prowebce du marché Alternext d'Euronext Paris, qui est l'objectif de PWCE Participations et sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre, sera ainsi de nature à simplifier le fonctionnement de la Société en lui permettant de consacrer toutes ses ressources à son développement.*

Le Conseil d'administration connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de PWCE Participations, et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par Aurel BGC et dans le rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate. En conséquence, les membres du Conseil d'administration recommandent à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions Prowebce à l'Offre."

Le Conseil d'administration a donc estimé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, devoir recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.

Le Conseil a également pris acte de ce qu'à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procéderait à un retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnité de 52,90 euros par Action Prowebce.

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Monsieur Bertrand Berullier a indiqué lors de la réunion du Conseil d'administration de la Société du 8 juin 2015 qu'il ne pouvait pas apporter les actions qu'il détenait à l'Offre, ces actions étant des Actions TEPA et par conséquent, soumises à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq (5) ans.

En outre, Monsieur Jacques André a indiqué qu'il avait l'intention d'apporter à l'Offre l'Action Prowebce dont il est titulaire.

6. INFORMATIONS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

En application de l'article 231-19, 2° du règlement général de l'AMF, la présente section contient les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce.

6.1 Structure du capital social et des droits de vote de Prowebce

Le capital social de Prowebce s'élevait et s'élève à 397.485,20 euros, réparti en 1.987.426 Actions Prowebce d'une valeur nominale de vingt centimes d'euro (0,20 €) chacune.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 31 mai 2015 :

	Répartition des Actions Prowebce		Répartition des droits de vote Prowebce ³⁶	
	Nombre	%	Nombre	%
PWCE Participations (détention effective) via Prowebclub	1 887 890	94,99 %	3 681 627	95,44 %
PWCE Participations (détention par assimilation) via Prowebclub ³⁷	8 162	0,41%	13 086	0,34%
Total PWCE Participations	1 896 052	95,40%	3 694 713	95,78%
Actions Prowebce auto détenues ³⁸	1 383	0,07 %	1.383	0,04 %

³⁶ Droits de vote déterminés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des Actions Prowebce auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les 1.383 Actions Prowebce auto-détenues privées de droit de vote.

³⁷ Détention par assimilation au titre des dispositions de l'article L. 233-9 I 4° du code de commerce portant sur 8.162 actions (représentant 13.086 droits de vote), dont 7.322 Actions TEPA souscrites le 14 juin 2010 et 840 actions TEPA souscrites en 2009. Ces actions ont fait l'objet en 2012 d'accords distincts entre chacun de leurs titulaires et Prowebclub, aux termes desquels Prowebclub a notamment pris un engagement irrévocable d'acquiescer auprès desdits titulaires et lesdits titulaires ont notamment pris un engagement irrévocable de céder à Prowebclub leurs actions à l'expiration de la période de conservation légale.

³⁸ Les 1.383 droits de vote attachés aux Actions Prowebce auto-détenues par la Société sont théoriques, dans la mesure où ces Actions Prowebce auto-détenues sont privées de droits de vote.

	Répartition des Actions Prowebce		Répartition des droits de vote Prowebce ³⁶	
	Nombre	%	Nombre	%
Flottant ³⁹	89 991	4,53 %	161 276	4,18 %
TOTAL	1 987 426	100 %	3 857 372	100 %

³⁹

Dont 29.625 Actions TEPA.

6.2 Titres donnant accès au capital

La Société n'a émis aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès immédiatement ou à terme à son capital ou à ses droits de vote.

6.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions Prowebce - Clauses portées à la connaissance de la Société

Aucune disposition des statuts de la Société ne limite la libre négociabilité des Actions Prowebce.

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

À la date de la présente note en réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

6.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

L'article 12.1 des statuts de Prowebce prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions Prowebce nominatives entièrement libérées lorsque ces Actions Prowebce sont inscrites depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. En cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est également conféré, dès leur émission, aux Actions Prowebce nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles ce dernier bénéficiait déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute Action Prowebce ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété, sous réserve des exceptions légales ou réglementaires.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel (quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel)

Néant.

6.7 Accords entre actionnaires dont Prowebce a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord qui pourrait entraîner des restrictions au transfert et à l'exercice des droits de vote sous réserve des éventuels Engagements de Liquidité conclus ou qui pourraient être conclus avec les actionnaires concernant les Actions TEPA.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et de la Direction générale de la Société

6.7.1 Membres du Conseil d'administration

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues dans par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du Conseil d'administration.

6.7.2 Direction Générale

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues dans par la loi en matière de nomination, de remplacement et de révocation du directeur général ou des directeurs généraux délégués.

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration en matière d'émission ou de rachat d'actions

L'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 16 juin 2014 a procédé aux délégations de compétence suivantes au profit du Conseil d'administration dont il peut faire usage en période d'offre :

Autorisation	AG N° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant maximum autorisé	Utilisation des autorisations depuis le 16 juin 2014
Délégation de compétence au Conseil d'administration en vue de l'achat par la société de ses propres actions	AGM 16 juin 2014 N° 7	18 mois 15 décembre 2015	3.500.000 euros	Aucune
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions	AGM 16 juin 2014 N° 8	18 mois 15 décembre 2015	10 % du capital par période de 24 mois	Aucune

6.10 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

6.10.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants

À la date de la présente note en réponse, l'ensemble des administrateurs et dirigeants ont apporté l'intégralité des valeurs mobilières qu'ils détenaient indirectement dans la Société dans le cadre de l'Acquisition (voir section 1), à l'exception d'une Action Prowebce détenue par Monsieur Jacques André, d'une Action Prowebce prêtée par Prowebclub à Monsieur Patrice Thiry et des Actions TEPA détenues par Monsieur Bertrand Berullier.

Par ailleurs, pour se conformer aux stipulations de l'article 14 des statuts de la Société imposant aux administrateurs de détenir au moins une Action Prowebce, Monsieur Patrice Thiry s'est fait prêter une Action Prowebce par la société Prowebclub aux termes d'un contrat de prêt de consommation conclu en date du 5 juin 2015.

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

Néant.

6.12 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés (s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique)

Néant.

7. NOMBRE D'ACTIONS DÉTENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR PROWEBCE ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DÉTENIR À SA PROPRE INITIATIVE

À la date de la présente note en réponse, la Société détient 1.383 Actions Prowebce, représentant 0,07 % de son capital social.

8. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

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

Un avis financier sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE

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

Monsieur X. Patrice Thiry
Président Directeur Général
Prowebce