

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ IVALIS



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

HAWKY

agissant de concert avec les sociétés BARBERINE et KAMINO II

PRESENTÉE PAR



**PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE ETABLI
PAR LA SOCIETE IVALIS**



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 10 octobre 2016, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

Le projet d'offre publique de retrait et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de la société IVALIS (www.ivalis.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

IVALIS
60, avenue du Centre
78180 Montigny Le Bretonneux

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société IVALIS seront déposées auprès de l'Autorité des marchés financiers et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

I.	CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE RETRAIT INITIEE PAR HAWKY	3
I.1	Présentation de l'Offre	3
I.2	Contexte et motif de l'Offre	4
	I.2.1. Répartition du capital et des droits de vote d'IVALIS à la date du dépôt de l'Offre.....	4
	I.2.2. Motifs de l'Offre.....	4
I.3	Déroulement de l'Offre	5
II.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'IVALIS	5
III.	AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT : CABINET BM&A.....	7
IV.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	8
	IV.1.1. Pacte d'actionnaires.....	8
	IV.1.2. Association de certains managers d'IVALIS et de ses filiales au capital d'IVALIS.....	10
V.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE.....	11
V.1	Structure du capital et des droits de vote d'IVALIS.....	12
	V.1.1. Tableau de répartition du capital et des droits de vote d'IVALIS	12
	V.1.2. Instruments donnant accès au capital.....	12
V.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont la Société a connaissance en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.....	12
	V.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.....	12
	V.2.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'action et à l'exercice des droits de vote	12
V.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	13
V.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci.....	13
V.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
V.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ...	13
V.7	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	14
V.8	Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants	14
V.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	14
V.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	14
V.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	15
VI.	INTENTIONS DES MEMBRES DES ORGANES DE DIRECTION DE LA SOCIETE	15
VII.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES	15
VIII.	OBSERVATIONS DES MEMBRES DU PERSONNEL DE LA SOCIETE	15
IX.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	15
X.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	15

I. CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE RETRAIT INITIÉE PAR HAWKY

I.1 Présentation de l'Offre

En application des dispositions de l'article 236-1 du Règlement général de l'AMF, la société HAWKY¹, société par actions simplifiée au capital de 100 euros, dont le siège social est situé 10, rue Descartes - 78320 Le Mesnil-Saint-Denis, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 822 600 086 (« **HAWKY** ») agissant de concert avec les sociétés BARBERINE², société à responsabilité limitée unipersonnelle au capital de 7.500 euros, dont le siège social est situé 10, rue Descartes - 78320 Le Mesnil-Saint-Denis, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 448 917 591 (« **BARBERINE** ») et KAMINO II³, société par actions simplifiée au capital de 11.821.897 euros dont le siège social est situé 7, rue de la Boétie - 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 518 803 523 (« **KAMINO II** ») (ci-après ensemble le « **Concert** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société IVALIS, société anonyme au capital de 262.075,60 euros, dont le siège social est situé 60, avenue du Centre - 78180 Montigny Le Bretonneux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 381 503 531 (« **IVALIS** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext Paris, sous le code ISIN FR0010082305 – mnémonique ALIVA, d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait, la totalité de leurs actions IVALIS (l'« **Offre** ») pour un prix de 15,93 euros par action IVALIS (le « **Prix de l'Offre** »).

Le Concert détient à la date du dépôt du projet d'Offre 1.246.588 actions IVALIS représentant 95,13% du capital et 95,14% des droits de vote de la Société, étant précisé que HAWKY ne détient aucune action IVALIS à la date du présent projet de note d'information.

L'Offre vise la totalité des actions existantes de la Société non détenues par le Concert, soit 63.790 actions de la Société, représentant 4,87% du capital et 4,86% des droits de vote.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les 316.160 bons de souscription d'actions de catégorie 1 (les « **BSA 1** ») et les 706.800 bons de souscription d'actions de catégorie 3 (les « **BSA 3** ») émis le 21 mai 2010 par la société KAMINO absorbée par IVALIS en date du 28 mars 2014 dans la mesure où ces BSA 1 et BSA 3 ne sont pas exerçables avant la clôture de l'Offre⁴, sont incessibles et non cotés.
- les 150 actions de préférence IVALIS attribuées gratuitement le 15 avril 2016 par le conseil d'administration de la Société dans le cadre d'un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence IVALIS autorisé par l'assemblée générale extraordinaire de la Société du 1^{er} avril 2016 (les « **Actions de Préférence** ») dans la mesure où ces Actions de Préférence sont en période d'acquisition et ne seront définitivement acquises par leurs bénéficiaires qu'à compter d'un an à l'issue de leur date d'attribution, soit au 16 avril 2017.

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

Le présent projet de note d'information en réponse est établi par IVALIS.

¹ La société HAWKY est détenue à hauteur de 51% du capital et des droits de vote par BARBERINE et 49% du capital et des droits de vote par le FPCI EKKIO CAPITAL II.

² La société BARBERINE est détenue à 100% par M. Frédéric Marchal, président directeur général d'IVALIS.

³ La société KAMINO II est détenue à hauteur de 97,08% du capital et des droits de vote par le FPCI EKKIO CAPITAL II et 2,92% du capital et des droits de vote par la société FINANCIERE DU ROULE, détenue par des associés et collaborateurs du fonds de private equity EKKIO CAPITAL.

⁴ Les BSA 1 et BSA 3 ne pourront être exercés qu'en cas (i) de fusion par absorption d'IVALIS par une autre société, à l'exception de toute fusion réalisée entre IVALIS et toute société dont IVALIS détient le contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce ou (ii) de cession ou d'apport au profit d'un ou plusieurs tiers, personnes physiques ou morales non associés, de 100% du capital d'IVALIS.

SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 10 octobre 2016. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

I.2 Contexte et motif de l'Offre

I.2.1 Répartition du capital et des droits de vote d'IVALIS à la date du dépôt de l'Offre

A la date de dépôt du présent projet de notre d'information, le capital d'IVALIS, s'élevant à 262.075,60 euros, est divisé en 1.310.378 actions d'une valeur nominale de 0,20 euro et réparti selon le détail décrit ci-après :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote
HAWKY	0	0,00%	0	0,00%
BARBERINE	626.274	47,79%	1.252.545	47,79%
KAMINO II	620.314	47,34%	1.240.628	47,34%
<i>Sous-total du Concert</i>	<i>1.246.588</i>	<i>95,13%</i>	<i>2.493.173</i>	<i>95,14%</i>
ALTO INVEST	62.512	4,77%	125.024	4,77%
Flottant	1.278	0,10%	2.447	0,09%
Total	1.310.378	100,00%	2.620.644	100,00%

* droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF – Un droit de vote double pour les actions détenues depuis plus de 24 mois a été instauré par l'assemblée générale du 28 mars 2014.

I.2.2 Motifs de l'Offre

En début d'année, en application de l'article 236-1 du Règlement général, l'AMF a été saisie par la société ALTO INVEST, détenteur d'environ 4,8% du capital et des droits de vote d'IVALIS, d'une demande afin que soit requis auprès des sociétés BARBERINE et KAMINO II, actionnaires majoritaires détenant de concert plus de 95% du capital et des droits de vote d'IVALIS, le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

Après avoir procédé aux vérifications prévues par l'article 236-1 du Règlement général, l'AMF a constaté que la société ALTO INVEST, actionnaire significatif depuis plusieurs années de la société IVALIS, n'était pas en mesure de céder ses actions sur le marché dans des conditions normales, compte tenu de la très faible liquidité dudit marché et du niveau de sa détention au capital d'IVALIS.

Sur le fondement de ces constatations, l'AMF a, dans sa séance du 12 avril 2016, jugé recevable la demande qui lui a été présentée par la société ALTO INVEST et a décidé, conformément au 3^{ème} alinéa de l'article 236-1 du Règlement général, de requérir du concert majoritaire qu'il procède au dépôt d'un projet d'offre publique de retrait dans les meilleurs délais à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme.

En conséquence, la société HAWKY, constituée pour les besoins de la présente Offre, a déposé de concert avec BARBERINE et KAMINO II en date du 10 octobre 2016, une offre publique de retrait sur la totalité des actions IVALIS que le Concert ne détient pas, soit un maximum de 63.790 actions IVALIS, afin d'offrir une solution de liquidité aux actionnaires minoritaires d'IVALIS sur tout ou partie de leurs participations au capital de la Société.

I.3 Déroulement de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Les actions de la Société présentées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. L'Initiateur ne prendra pas en charge les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) qui resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions IVALIS à l'Offre seront irrévocables.

TRADITION SECURITIES AND FUTURES agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section II.5 « Calendrier indicatif de l'Offre » du projet de note d'information de HAWKY déposé le 10 octobre 2016 auprès de l'AMF.

II. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'IVALIS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement générale de l'AMF, le Conseil d'administration d'IVALIS s'est réuni le 7 octobre 2016, sous la présidence de Monsieur Frédéric Marchal, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF.

Sont présents ou représentés au conseil d'administration : M. Frédéric Marchal, M. Jean-Marc Scéo, M. Thibaut Gachet, la société BARBERINE représentée par M. Frédéric Marchal, la société B&G représentée par M. Benoit Gillet.

La société Financière John Beslay, représentée par M. Sébastien Beslay est absente et excusée.

Lors de cette réunion, les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur agissant de concert avec les sociétés BARBERINE et KAMINO II, tel qu'il envisage de le déposer auprès de l'AMF contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparée par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, banque présentatrice de l'Offre ;
- le rapport établi par le cabinet BM&A, représenté par Messieurs Pierre Béal et Eric Blache, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF ;
- le projet de note d'information en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

Après examen de ces documents, les membres du Conseil d'administration ont procédé à un échange de vue sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- l'Offre vise à répondre à la demande de l'AMF de mise en œuvre d'un projet d'offre publique de retrait conformément à l'article 236-1 du Règlement général afin d'offrir aux actionnaires minoritaires une solution de liquidité sur tout ou partie de leur participation au capital d'IVALIS ;
- HAWKY entend poursuivre la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière conduite par le management de la Société ces dernières années ;
- HAWKY s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société, l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;
- l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritères en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu au caractère équitable du prix de l'Offre dans le cadre d'une Offre procurant aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes : *« Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est donc que le prix de 15,93 € par action Ivalis SA proposé est équitable d'un point de vue financier dans le cadre d'une Offre procurant aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres. »*
- l'Offre ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire ou d'une demande de radiation des actions IVALIS du marché Alternext Paris dans les douze (12) mois à l'issue de l'Offre ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.

Sur cette base, l'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration :

« Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration connaissance prise (i) des termes de l'Offre tels que décrits dans le projet de note d'information, (ii) des motifs et intentions de HAWKY, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE et dans le rapport de l'Expert Indépendant et (iv) des observations de l'Expert Indépendant, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- *prend acte que l'Offre s'inscrit dans le cadre d'une offre publique obligatoire requise conformément à l'article 236-1 du Règlement général de l'AMF après que l'AMF a vérifié que la demande formulée par la société ALTO INVEST quant à l'opportunité de bénéficier d'une liquidité au travers d'une offre publique de retrait était recevable ;*
- *considère que le projet d'Offre n'aura pas d'impact pour la Société et ses salariés ;*
- *approuve le fait que HAWKY ne demande pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une demande de radiation des actions IVALIS du marché Alternext Paris dans les douze (12) mois à l'issue de l'Offre ;*
- *prend acte du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable du prix de l'Offre dans le cadre d'une Offre procurant aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres ;*
- *approuve le projet d'Offre tels qu'il lui a été présenté dont il juge les conditions équitables ;*
- *décide de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre et considère que l'Offre constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate sur tout ou partie de leurs participations au capital d'IVALIS ;*

- *confirme ainsi que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *prend acte que les administrateurs de la Société n'apporteront pas leurs titres à l'Offre ;*
- *approuve les termes du projet de note d'information en réponse ;*
- *donne tous pouvoirs au Président Directeur Général de la Société pour procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information en réponse et les informations complémentaires de la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs au Président Directeur Général de la Société à l'effet, au nom et pour le compte de la Société, de signer les attestations relatives au projet de note d'information en réponse et finaliser le document « Autres Informations » concernant la Société et, plus généralement, à faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour les besoins de la réalisation de l'Offre et notamment rédiger et émettre tout communiqué de presse relatif à l'Offre. »*

III. AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT : CABINET BM&A

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A représenté par Messieurs Pierre Béal et Eric Blache a été désigné par le Conseil d'administration de la Société le 7 juillet 2016 en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a ainsi été confiée, le cabinet BM&A a rendu le 7 octobre 2016, les conclusions suivantes dans son rapport d'expertise indépendante :

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Ivalis SA auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 15,93 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) vs Offre	Valeur des capitaux propres	Valeur d'entreprise	Ebitda	
		basse	centrale	haute				N	N+1
Approche intrinsèque									
Actualisation des flux de trésorerie anticipés ⁽¹⁾		13,57 €	15,93 €	18,30 €	0,0%	21 076	26 576	12,2x	13,5x
Approches analogiques									
Transactions comparables ⁽²⁾ (VE/EBITDA et VE/CA)	Agrégats 2014-2017	13,93 €	15,36 €	19,05 €	3,7%	20 317	25 816	11,9x	11,9x
	SIGMA (2013)	11,00 €	11,99 €	14,67 €	32,8%	15 865	21 364	9,8x	9,8x
Comparables boursiers ⁽³⁾ (VE/EBITDA)	Agrégats 2016-2017	5,50 €	6,11 €	6,72 €	160,8%	8 080	13 579	6,3x	6,3x
Référence au cours de bourse									
Cours de bourse ⁽³⁾ (cours moyen pondéré)	12 mois	32,00 €	32,78 €	33,30 €	-51,4%	42 949	48 448	22,3x	22,3x
	6 mois	32,85 €	33,00 €	33,30 €	-51,7%	43 238	48 737	22,4x	22,4x
	3 mois	32,95 €	33,11 €	33,30 €	-51,9%	43 384	48 883	22,5x	22,5x
	20 jours	33,20 €	33,23 €	33,30 €	-52,1%	43 544	49 043	22,6x	22,6x
	spot	33,30 €	33,30 €	33,30 €	-52,2%	43 636	49 135	22,6x	22,6x

(1) Critère retenu à titre principal.

(2) Critère retenu à titre secondaire.

(3) Pour information.

De notre point de vue, l'évaluation de l'action Ivalis SA se caractérise essentiellement par une absence de valorisation fiable du titre par le marché boursier et par un plan d'affaires pénalisé, à court et moyen terme, par les charges liées au développement à l'international.

En conséquence, nous avons retenu à titre principal la méthode DCF qui, grâce à un horizon étendu à 2025, permet d'intégrer dans la valeur le bénéfice du développement à l'étranger qui pèse aujourd'hui sur les marges. A titre secondaire, nous avons retenu la méthode des transactions comparables sur la base d'un échantillon resserré de sociétés du secteur extériorisant des niveaux de marge du même ordre de grandeur que ceux d'Ivalis aujourd'hui.

La méthode des comparables boursiers n'a été mise en œuvre qu'à titre indicatif, le niveau de marge de l'échantillon de référence, nettement supérieur à celui prévu pour la Société en 2016 et 2017, n'étant atteint qu'à l'issue du plan d'affaire étendu, soit 2025. L'application stricte de cette méthode revient donc à projeter à l'infini une situation transitoire.

Finalement, la notion de marché actif étant un prérequis à toute valorisation boursière, nous n'avons pas retenu le cours de l'action Ivalis en tant que critère d'évaluation compte tenu de l'absence d'échanges significatifs autres que ceux contractuellement produits par le contrat de liquidité.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est donc que le prix de 15,93 € par action Ivalis S.A proposé est équitable d'un point de vue financier dans le cadre d'une Offre procurant aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres. »

Le rapport de l'expert indépendant est reproduit en intégralité en Annexe 1 du présent projet de note d'information en réponse.

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

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord que ceux détaillés ci-dessous qui serait susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

IV.1.1. Pacte d'actionnaires

Un pacte d'actionnaires a été conclu le 25 février 2014, pour une durée de dix (10) ans, entre les sociétés BARBERINE et KAMINO II (ci-après les « **Membres du Pacte d'Actionnaires** ») suite à la fusion-absorption de KAMINO par IVALIS (ci-après le « **Pacte d'Actionnaires** »).

Le Pacte d'Actionnaires se substitue au précédent pacte d'actionnaires conclu le 3 juillet 2009 entre BARBERINE et EKKIO CAPITAL (anciennement ACTO CAPITAL) qui définissait leurs relations au sein de KAMINO et de ses filiales, la manière dont KAMINO et ses filiales étaient administrées ainsi que les conditions que les Membres du Pacte d'Actionnaires entendaient respecter lors de la cession de leur participation dans le capital de KAMINO.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit les principales clauses suivantes :

- *Règles applicables aux transferts des titres :*
 - Les titres souscrits par les Membres du Pacte d'Actionnaires sont inaliénables pendant une période de deux (2) ans, soit jusqu'au 25 février 2016 (la « **Période d'Inaliénabilité** »), sous réserve d'un cas de cession autorisée ;
 - Les Membres du Pacte d'Actionnaires ne pourront transférer leurs titres que dans le cadre d'une cession de la totalité de leurs titres de la Société ;
 - Tout transfert des titres IVALIS d'un Membre du Pacte d'Actionnaires à un tiers est soumis à un droit de premier refus par BARBERINE et/ou KAMINO II (le « **Bénéficiaire** »).
 - Le Bénéficiaire disposera d'un délai de 30 jours pour notifier sa décision d'acquérir les titres IVALIS concernés.
 - Le défaut d'envoi d'une notification d'intérêt par le Bénéficiaire vaudra renonciation définitive de sa part d'acquérir les titres IVALIS du cédant dans le cadre de la procédure du droit de premier refus.
 - Dans l'hypothèse où le cédant accepterait l'offre d'acquisition dans un délai de 10 jours à compter de la notification d'intérêt, le transfert des titres IVALIS concernés interviendra dans un délai de 90 jours à compter de la notification d'intérêt, à défaut le Bénéficiaire perdrait tout droit d'acquérir les titres IVALIS dans le cadre de ce droit de premier refus.

- Dans l'éventualité où le Bénéficiaire n'aurait pas dûment adressé sa notification d'intérêt et dans le cas où le Membre du Pacte d'Actionnaires qui souhaiterait transférer des titres IVALIS ne souhaiterait retenir l'offre d'acquisition faite par le Bénéficiaire, une banque d'affaires serait mandatée en vue d'organiser et de négocier la cession de l'intégralité des titres IVALIS.
 - Une fois les offres d'acquisition provenant de tiers, recueillies par la banque d'affaires, les Membres du Pacte d'Actionnaires désigneront d'un commun accord l'offre qu'ils souhaitent retenir ou à défaut d'accord, celle dont le prix offert par titre IVALIS est le plus élevé.
 - Dans l'éventualité où le prix offert par titre IVALIS dans le cadre du processus de mise en vente de la Société stipulé par le tiers retenu serait supérieur au prix proposé par le Bénéficiaire, chaque Membre du Pacte d'Actionnaires devra céder la totalité de ses titres IVALIS à cet acquéreur.
 - Dans l'éventualité où le prix offert par titre IVALIS dans le cadre du processus de mise en vente de la Société stipulé par le tiers retenu serait inférieur ou égal au prix proposé par le Bénéficiaire, ce dernier disposera d'un droit de préemption sur l'intégralité des titres détenus par le Membre du Pacte d'Actionnaires souhaitant transférer des titres IVALIS et des autres Membres du Pacte d'Actionnaires (s'il ne s'agit pas de KAMINO II ou BARBERINE) au même prix que celui offert par le tiers retenu dans le cadre du processus organisé par la banque d'affaires.
 - Dans l'éventualité où le Bénéficiaire n'exercerait pas son droit de préemption, le Membre du Pacte d'Actionnaires souhaitant transférer des titres IVALIS retrouvera le droit d'accepter l'offre d'acquisition du tiers retenu dans le cadre du processus organisé par la banque d'affaires et de requérir de chacun des Membres du Pacte d'Actionnaires qu'ils cèdent l'intégralité de leurs titres IVALIS.
 - Sous réserve notamment que les entités suivantes adhèrent au Pacte d'Actionnaires les transferts par BARBERINE et/ou KAMINO II de tout ou partie de leurs titres IVALIS à un ou plusieurs de leurs affiliés sont autorisés.
- *Règles de gouvernance d'IVALIS et de ses filiales:*
 - o Les Membres du Pacte d'Actionnaires s'engagent à tout mettre en œuvre afin que le conseil d'administration d'IVALIS soit composé, à tout moment pendant la durée du Pacte d'Actionnaires, d'au plus six (6) membres, étant précisé que BARBERINE sera en droit d'en désigner quatre (4) dont le président du conseil d'administration et que KAMINO sera en droit d'en désigner deux (2). La durée du mandat des membres du conseil d'administration est de six (6) années et leur mandat est indéfiniment renouvelable.
 - Si l'un des Membres du Pacte d'Actionnaires demande la désignation d'un membre du conseil d'administration d'IVALIS, l'autre membre du Pacte d'Actionnaires s'engage à voter en faveur du candidat présenté à chaque assemblée générale des actionnaires de la Société tenue aux fins d'élire un membre du conseil d'administration ou de renouveler son mandat. Chaque Membre du Pacte fera en sorte qu'en cas de désignation de membres du conseil d'administration d'IVALIS par cooptation, son ou ses représentants votent en faveur du candidat présenté par l'autre Membre du Pacte d'Actionnaires.
 - Si l'un des représentants d'un Membre du Pacte d'Actionnaires, cesse d'être membre du conseil d'administration de la Société, l'autre Membre du Pacte d'Actionnaire fera en sorte, si le Membre du Pacte d'Actionnaires concerné le demande, qu'une assemblée générale des actionnaires de la Société soit convoquée dans les meilleurs délais et votera en faveur de la personne désignée par le Membre du Pacte d'Actionnaires concerné pour pourvoir le poste de membre du conseil d'administration vacant.

- Certaines décisions importantes concernant la structure du bilan d'IVALIS et de ses filiales et l'activité (lancement de toute nouvelle activité ou cessation de toute activité existante, orientations budgétaires) ne pourront être prises sans l'autorisation préalable du conseil d'administration d'IVALIS statuant à la majorité des cinq sixièmes.
 - Les Membres du Pacte d'Actionnaires s'efforceront de faire en sorte que le mode de gestion des filiales d'IVALIS, soit autant que possible, identique à celui d'IVALIS.
- *Informations des membres du conseil d'administration :*
 - Le président et/ou le directeur général d'IVALIS est tenu de communiquer sur une base régulière et périodique aux membres du conseil d'administration des informations sur l'activité d'IVALIS et de ses filiales, ainsi que des informations financières historiques et prospectives.

IV.1.2. Association de certains managers d'IVALIS et de ses filiales au capital d'IVALIS

- *BSA 1 et BSA 3 :*

Le 21 mai 2010, la société KAMINO, holding qui était détenue par les sociétés BARBERINE et KAMINO a émis au profit de plusieurs salariés d'IVALIS et de ses filiales 316.160 BSA 1 et 706.800 BSA 3 donnant droit chacun à une action KAMINO à des prix d'exercice respectifs de 1 euro et 3 euros par action nouvelle KAMINO.

En date du 28 mars 2014, il a été procédé à une fusion-absorption de la société KAMINO par IVALIS conformément aux articles L.236-1 et suivants et R.236-1 et suivants du Code de commerce. Dans ce cadre, le nombre d'actions IVALIS auquel donneraient droit les BSA 1 et les BSA 3 en cas d'exercice a été ajusté pour tenir compte de la parité de fusion et déterminé en multipliant le nombre d'actions KAMINO auquel ces BSA 1 et BSA 3 donnaient droit par 0,038978164 (correspondant au rapport d'échange de 1 action IVALIS pour 25,6553901394 actions KAMINO retenu dans le cadre de la fusion-absorption).

Ainsi, les BSA 1 et les BSA 3 pourraient donner lieu à terme à l'émission d'un nombre maximum de 39.872 actions IVALIS, sous réserve des éventuels ajustements légaux et conventionnels.

Les BSA 1 et BSA 3 ne pourront être exercés qu'en cas (i) de fusion par absorption d'IVALIS par une autre société, à l'exception de toute fusion réalisée entre IVALIS et toute société dont IVALIS détient le contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce ou (ii) de cession ou d'apport au profit d'un ou plusieurs tiers, personnes physiques ou morales non associés, de 100% du capital d'IVALIS.

- *Actions de Préférence :*

L'assemblée générale extraordinaire de la Société du 1^{er} avril 2016 a autorisé la mise en œuvre d'un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence IVALIS au profit de certains salariés d'IVALIS ou de ses filiales ou mandataire social d'IVALIS dans la limite d'un nombre maximum de 300 Actions de Préférence IVALIS.

Le conseil d'administration d'IVALIS du 15 avril 2016 a décidé d'attribuer gratuitement 150 Actions de Préférence à 4 salariés d'IVALIS ou de ses filiales.

Les principales caractéristiques des Actions de Préférence sont les suivantes :

- le nombre total d'Actions de Préférence IVALIS attribuées gratuitement ne pourra être supérieur à 300 Actions de Préférence, soit environ 0,023% du capital social actuel de la Société, étant rappelé qu'en application des statuts, quel que soit le cas de conversion en actions ordinaires, la parité de conversion ne pourra pas aboutir à ce que le nombre d'actions ordinaires issues de la conversion excède 10% du capital social à la date d'attribution des Actions de Préférence par le conseil d'administration de la Société ;
- sous réserve de la présence du bénéficiaire dans l'effectif d'IVALIS ou de ses filiales, l'attribution des Actions de Préférence à leurs bénéficiaires deviendra définitive au terme d'une période d'acquisition d'une durée minimale d'un an (sauf cas de décès ou d'invalidité du bénéficiaire) ;
- les bénéficiaires devront conserver les Actions de Préférence pendant une durée minimale d'un an à compter de l'attribution définitive des actions (sauf cas de décès ou d'invalidité du bénéficiaire) ;

- les Actions de Préférence acquises par chacun des bénéficiaires à la date d'acquisition seront livrées sous la forme nominative et inscrites sur un compte individuel ouvert dans les livres de la Société ;
- les Actions de Préférence acquises par les bénéficiaires seront incessibles pendant une période d'un an (période de conservation) courant à compter de la date d'acquisition, sauf cas de décès ou d'invalidité du bénéficiaire ;
- les Actions de Préférence conféreront à leur titulaire des droits spécifiques comprenant des conditions particulières de conversion en actions ordinaires et de valorisation :
 - o Valeur nominale : 0,20 € (comme pour les actions ordinaires) ;
 - o Droits de vote : les Actions de Préférence ne confèrent pas de droit de vote aux assemblées générales des actionnaires de la Société, à l'exception du droit de vote sur l'affectation du résultat de l'exercice, à raison d'une voix par Action de Préférence ;
 - o Droits de dividendes et dans le boni de liquidation : chaque Action de Préférence confère à son titulaire un droit à dividende égal à celui distribué pour une action ordinaire, ainsi qu'un droit dans le boni de liquidation proportionnel à la quote-part que son montant nominal représente dans le capital social.
- les Actions de Préférence pourront être converties en actions ordinaires en cas de cession de l'intégralité de la participation dans IVALIS détenue directement ou indirectement par EKKIO CAPITAL et par la société Financière du Roule ;
- la parité de conversion sera fonction de la valorisation de 100% du capital d'IVALIS lors de la cession d'EKKIO CAPITAL et de Financière du Roule ;
 - o Une Action de Préférence donnera droit à un nombre d'actions ordinaires IVALIS calculé comme suit (si la somme des Flux Positifs et supérieure à la somme des Flux Négatifs) :

$$\frac{[(\text{Flux Positifs} - \text{Flux Négatifs}) * 15\%] * \frac{n^{\text{AdPSortie}}}{n^{\text{AdPEmises}}}}{[P - [[(\text{Flux Positifs} - \text{Flux Négatifs}) * 15\%] * \frac{n^{\text{AdPSortie}}}{n^{\text{AdPEmises}}}] / n^{\text{AO}}]} / n^{\text{AdPSortie}}$$

où :

P désigne la valeur retenue pour 100% du capital social et des droits de vote de la Société dans le cadre de la sortie d'EKKIO CAPITAL et de Financière du Roule, directement et indirectement du capital d'IVALIS

n^{AO} désigne le nombre total d'actions ordinaires à la date de la sortie d'EKKIO CAPITAL et de Financière du Roule, directement et indirectement, du capital d'IVALIS

n^{AdPSortie} désigne le nombre total d'Actions de Préférence à la date de la sortie d'EKKIO CAPITAL et de Financière du Roule, directement et indirectement, du capital d'IVALIS

n^{AdPEmises} désigne le nombre total d'Actions de Préférence émises par la Société depuis le 1^{er} janvier 2016

Flux Négatifs désigne le total des sommes versées au titre de l'investissement dans le capital d'IVALIS, par KAMINO II, BARBERINE et/ou toute autre entité liée

Flux Positifs désigne le total des sommes reçues au titre de l'investissement dans le capital d'IVALIS, par KAMINO II, BARBERINE et/ou toute autre entité liée.

- o le bénéficiaire ne devra pas détenir plus de 10% du capital de la Société à la date d'attribution des Actions de Préférence et l'attribution des Actions de Préférence IVALIS ne devra pas avoir pour effet de lui permettre de détenir plus de 10% du capital social de la Société.

V. ELEMENTS 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.

V.1 Structure du capital et des droits de vote d'IVALIS

V.1.1. Tableau de répartition du capital et des droits de vote d'IVALIS

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le capital social de la Société s'élève à 262.075,60 euros et est composé de 1.310.378 actions de 0,20 euro de valeur nominale chacune.

A la connaissance de la Société, le capital de la Société est réparti à la date de dépôt du projet d'Offre comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote
HAWKY	0	0,00%	0	0,00%
BARBERINE	626.274	47,79%	1.252.545	47,79%
KAMINO II	620.314	47,34%	1.240.628	47,34%
<i>Sous-total du Concert</i>	<i>1.246.588</i>	<i>95,13%</i>	<i>2.493.173</i>	<i>95,14%</i>
ALTO INVEST	62.512	4,77%	125.024	4,77%
Flottant	1.278	0,10%	2.447	0,09%
Total	1.310.378	100,00%	2.620.644	100,00%

* droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF – Un droit de vote double pour les actions détenues depuis plus de 24 mois a été instauré par l'assemblée générale du 28 mars 2014.

V.1.2. Instruments donnant accès au capital

Les instruments donnant accès au capital à savoir les BSA 1, les BSA 3 ainsi que les Actions de Préférence attribuées gratuitement par la Société sont décrits à la section IV.1.2 « Association de certains managers d'IVALIS et de ses filiales au capital d'IVALIS » ci-dessus.

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

V.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont la Société a connaissance en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

V.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société

Les statuts d'IVALIS ne prévoient aucune restriction quant aux transferts d'actions de la Société.

Outre les dispositions légales relatives aux franchissements de seuils qui pourraient entraîner des restrictions quant à l'exercice des droits de vote, il est précisé que la Société, dans le cadre d'un projet d'association de certains salariés et mandataires sociaux de la Société et de ses filiales au capital d'IVALIS, a procédé à la création d'Actions de Préférence (telle que décrite à la section IV.1.2 « Association de certains managers d'IVALIS et de ses filiales au capital d'IVALIS ») qui n'ont pas de droit de vote, à l'exception du droit de vote sur l'affectation du résultat de l'exercice à raison d'une voix par Action de Préférence.

V.2.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'action et à l'exercice des droits de vote

Le Pacte d'Actionnaires dont les principales caractéristiques sont décrites à la section IV.1.1 « Pacte d'Actionnaires » prévoit des restrictions quant au transfert de titres de la Société. Il ne prévoit pas en revanche de restriction quant à l'exercice des droits de vote.

V.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Les dernières déclarations de franchissement de seuils effectuées, conformément aux dispositions des articles 223-15-1 du Règlement général de l'AMF, L. 233-7 du Code de commerce, dont la Société a été informée sont les suivantes :

- Par courrier reçu le 31 mars 2014, complété par un courrier reçu le 4 avril 2014, BARBERINE et KAMINO II de concert ont déclaré à l'AMF avoir franchi à la hausse, le 28 mars 2014 par suite de la fusion-absorption de la société KAMINO par IVALIS, les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 1.246.478 actions de la Société représentant 95,12% du capital et 95,13% des droits de vote.
- Par courrier reçu le 31 mars 2014, BARBERINE a déclaré à la Société avoir franchi directement (et non plus directement et indirectement par l'intermédiaire de la société KAMINO) à la hausse, le 28 mars 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 33,33% du capital de la Société et détenir, à cette date 626.164 actions de la Société représentant 47,78%% du capital et 47,77% des droits de vote.
- Par courrier reçu le 31 mars 2014, KAMINO II a déclaré à la Société avoir franchi directement (et non plus directement et indirectement par l'intermédiaire de la société KAMINO) à la hausse, le 28 mars 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 33,33% du capital de la Société et détenir, à cette date 620.314 actions de la Société représentant 47,34%% du capital et 47,36% des droits de vote.

V.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

V.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel des droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

V.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 15 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration de 3 membres au moins et de 18 au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi. En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale des actionnaires ; toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

La durée de leur fonction est de 6 années. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou morales. Ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le mandat du représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente. Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il est en de même en cas de décès, démission ou empêchement prolongé du représentant permanent.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre 2 assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Il doit y procéder en vue de compléter son effectif, dans les 3 mois à compter du jour de la vacance, lorsque le

nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire, sans toutefois être inférieur au minimum légal. Les nominations ainsi effectuées par le conseil sont soumises à la ratification de la plus proche assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil. Le mandat de l'administrateur coopté prend fin à l'expiration de celui de l'administrateur remplacé.

Un salarié de la société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif ; il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Le nombre d'administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

V.7 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

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

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, la moitié et, sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance, dans le délai prescrit.

V.8 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

Une convention d'assistance entre IVALIS et la société BARBERINE, holding de M. Frédéric Marchal, président directeur général d'IVALIS a été conclue. Dans ce cadre BARBERINE fournit à IVALIS SA, en complément de l'assistance juridique et commerciale, les services suivants : direction opérationnelle, gestion du développement, définition et mise en œuvre de la stratégie, étude de toute potentialité de développement international.

En contrepartie de ces prestations, la société BARBERINE perçoit des honoraires calculés sur la base d'un taux journalier de 2.500 euros hors taxe.

Les prestations facturées sur l'exercice clos le 31/03/2016 au titre de cette convention se sont élevées à 35.757 euros.

V.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le tableau ci-dessous synthétise les délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires au conseil d'administration, en cours de validité à la date de dépôt du présent projet de note d'information en réponse :

Date de l'assemblée générale	N° de résolution	Durée	Objet de la délégation	Plafond - Limite
1 ^{er} avril 2016	2 ^{ème}	38 mois	Attribution gratuite d'actions de préférence à émettre au profit de certains salariés de la Société et/ou de sociétés liées à la Société	300 Actions de Préférence

V.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société étant déjà contrôlée par le Concert avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas un changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraînera pas de modification d'accords conclus par la Société pouvant porter gravement atteinte à ses intérêts.

V.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale 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.

VI. INTENTIONS DES MEMBRES DES ORGANES DE DIRECTION DE LA SOCIETE

A la date du présent projet de note d'information en réponse, les membres du conseil d'administration sont tous détenteurs d'au moins une action IVALIS, conformément aux stipulations de l'article 16 des statuts.

M. Frédéric Marchal, M. Thibaud Gachet, M. Jean-Marc Scéo, Financière John Beslay représentée par M. Jean-Sébastien Beslay et B&G représentée par M. Benoît Gillet, administrateurs de la Société ont indiqué, conformément à l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF leur intention de ne pas apporter leurs actions IVALIS à l'Offre.

Par ailleurs, BARBERINE qui est également administrateur de la Société agit de concert avec l'Initiateur de l'Offre.

VII. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

La Société ne détient aucune de ses actions.

VIII. OBSERVATIONS DES MEMBRES DU PERSONNEL DE LA SOCIETE

Néant.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

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

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

Monsieur Frédéric MARCHAL
Président Directeur Général

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

IVALIS SA

**AU CAPITAL SOCIAL DE
SOCIETE ANONYME
AU CAPITAL SOCIAL DE
60, AVENUE DU CENTRE
78 180 MONTIGNY LE BRETONNEUX**

.....

**ATTESTATION DE DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
IVALIS SA**

.....

OCTOBRE 2016



SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION.....	3
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	5
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois.....	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert.....	6
2.4 Diligences effectuées par l'expert	6
3. PRESENTATION D'IVALIS SA	9
3.1 Bref historique et positionnement stratégique.....	9
3.2 Performances financières historiques	10
3.2.1 EVOLUTION DES RESULTATS.....	10
3.2.2 EVOLUTION DE LA STRUCTURE FINANCIERE	12
3.2.3 FLUX DE TRESORERIE	14
3.3 Présentation du plan d'affaires.....	14
4. EVALUATION.....	17
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	17
4.1.1 NOMBRE DE TITRES :	17
4.1.2 INSTRUMENTS A CARACTERE DILUTIF DONNANT ACCES AU CAPITAL SOCIAL	17
4.1.3 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES.....	21
4.2 Critères et méthodes écartés	21
4.2.1 ACTIF NET COMPTABLE	21
4.2.2 ACTIF NET REEVALUE - ANR.....	22
4.2.3 ACTUALISATION ET CAPITALISATION DE DIVIDENDES	22
4.3 Critères et méthodes mis œuvre mais non retenus ou présentés à titre indicatif....	22
4.3.1 COURS DE BOURSE ET OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES	22
4.3.2 TRANSACTIONS SUR LE CAPITAL DE LA SOCIETE	25
4.3.3 EVALUATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	26
4.4 Critères et méthodes retenus	29
4.4.1 EVALUATION PAR LES TRANSACTIONS COMPARABLES.....	29
4.4.2 EVALUATION PAR LA METHODE DES DCF	30
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE	33
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	33
5.1.1 INSTRUMENTS A CARACTERE DILUTIF DONNANT ACCES AU CAPITAL SOCIAL	33
5.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES.....	33
5.2 Méthode DCF	34
5.4 Méthode des transactions comparables.....	35
6. CONCLUSION	36
7. ANNEXES	38
7.1 Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers	38
7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers	39

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Par courrier en date du 13 avril 2016, la société Barberine a été informée par le président de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») de la décision de l'AMF d'obliger le concert formé par les sociétés Barberine et Kamino II (ci-après le « Concert ») à déposer un projet d'offre publique de retrait (ci-après l'« OPR » ou l'« Offre ») visant les actions de la société Ivalis SA (ci-après « Ivalis » ou la « Société »).

En effet, le Concert détient à ce jour 1 246 588 actions et 2 493 173 droits de vote de la Société représentant respectivement 95,13 % du capital et 95,14 % des droits de vote comme le montre le tableau ci-dessous :

Ivalis SA Actionnariat au 31 août-16	Actions		Droits de vote	
	nombre	%	nombre	%
Société Barberine	626 274	47,8%	1 252 545	47,8%
Société Kamino II	620 314	47,3%	1 240 628	47,3%
Hawky	0	0,0%	0	0,0%
Sous-total Concert	1 246 588	95,1%	2 493 173	95,1%
Alto Invest	62 512	4,8%	125 024	4,8%
Autres actionnaires	1 278	0,1%	2 447	0,1%
Total	1 310 378	100,0%	2 620 644	100,0%

C'est dans ce cadre, au début de l'année 2016, que le principal actionnaire minoritaire de la Société (hors Concert), le fonds Alto Invest, a saisi l'AMF afin que soit requis auprès du Concert le dépôt d'une offre publique de retrait en application de l'article 236-1 de son règlement général qui prévoit que :

« Lorsque le ou les actionnaires majoritaires détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 95 % des droits de vote d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de « l'Union » européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen, y compris la France, ou ont cessé de l'être, le détenteur de titres conférant des droits de vote n'appartenant pas au groupe majoritaire peut demander à l'AMF de requérir du ou des actionnaires majoritaires le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait.

Après avoir procédé aux vérifications nécessaires, l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur.

Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme. »

Pour répondre à cette demande, le Concert a choisi de créer un véhicule ad-hoc sous la forme de la société Hawky, immatriculée au RCS Versailles n°822 600 086 (ci-après l'« Initiateur »), détenue à hauteur de 51 % par Barberine et à hauteur de 49 % par Ekkio Capital. A ce jour, l'Initiateur ne détient aucune action Ivalis.

Le Concert, n'envisage pas de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique de retrait ou de demander la radiation de la cote des actions Ivalis dans les douze mois à venir.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté par le Conseil d'Administration d'Ivalis le 7 juillet 2016 en qualité d'expert indépendant, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Ivalis SA dans le cadre de la présente Offre.



Cette intervention est requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1er à l'article 261-1, et en particulier le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par le Concert, dont les actionnaires majoritaires sont également ceux de l'Initiateur de l'Offre.

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



2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte 100 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe 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 groupe BM&A 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). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

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
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visident	Groupe Visident	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACIB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Demant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
déc-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Eteso Consulting	Partners in Action	BNP Paribas
avr-16	Offre Publique d'Echange	Foncière des Murs	Foncière des Régions	BNP Paribas
août-16	Offre Contractuelle Volontaire d'Achat	Antevenio	Inversiones Y Servicios Publicitarios	Invest Securities

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

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 50 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Éric Blache, associés, assistés de Stéphane Marande, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, 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 effectivement déroulée du 8 juin au 7 octobre 2016, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.



Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Frédéric Marchal, Président Directeur Général d'Ivalis SA ;
- Monsieur Roch Vallée, Chief Financial Officer d'Ivalis SA ;
- Messieurs Jean-Michel Cabriot et Nicolas Fournio, respectivement Head of Capital Markets et Director Capital Markets de Swiss Life Banque Privée, conseil de l'Initiateur (ci-après « Swiss Life Banque Privée » ou la « Banque ») ;
- Monsieur Thibaud Gachet, Directeur Associé au sein d'Ekkio, société de gestion du fond Ekkio Capital 2, actionnaire de Kamino II.

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 présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) les conditions afférentes aux instruments dilutifs émis ou à émettre à la date de nos travaux.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité d'Ivalis SA ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et vérifier l'absence d'accords connexes conclus dans le cadre 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 de son plan d'affaires détaillé par pays à horizon fin mars 2020 communiqué par le management d'Ivalis ;
- v) prolonger le plan d'affaire jusqu'en mars 2026, sur la base des hypothèses fournies par le management, afin de faire tendre les prévisions vers leur niveau normatif ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Swiss Life Banque Privée et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

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 de mars 2017 à mars 2020 établi par la Société ;
- de la documentation juridique et financière relative à la société Ivalis SA, notamment :
 - des comptes annuels et consolidés au 31 mars 2016 ;
 - du prospectus d'émission des BSA 1 et 3 du 21 mai 2010 ;
 - des conditions d'émission des Actions de Préférence autorisées par l'AGE du 1er avril 2016.

- 
- des projets de note d'information et de note en réponse relatifs à l'Offre ;
 - des différentes versions du rapport d'évaluation de Swiss Life Banque Privée, dont la dernière version a été établie le 29 septembre 2016.

Nous avons utilisé les bases de données financières Eikon de Thomson-Reuters et EMAT. 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. 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 d'Ivalis SA nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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



3. PRESENTATION D'IVALIS SA

3.1 Bref historique et positionnement stratégique

Ivalis (ex. L'Inventoriste) est une société anonyme au capital de 262 075,60 €, réparti en 1 310 378 actions de 0,2 € de nominal. Son siège social, initialement situé à Maurepas (78), au 1 Rond-Point Laurent Schwartz, a été transféré en septembre 2015 au 60 avenue du Centre à Montigny-le-Bretonneux (78). Introduite en bourse en mai 2004 sur le Marché Libre, la Société a fait l'objet d'un transfert de cotation en juin 2007 et ses actions sont actuellement admises sur Alternext Paris (ISIN FR0010082305). Sur la base d'un cours de bourse du 20 juillet 2016, date de sa suspension, la capitalisation boursière de la société ressort à 43,6 M€¹.

Fondée en 1991 sous le nom d'Inventor (devenue l'Inventoriste en 1996), la société Ivalis s'est tout d'abord spécialisée dans la réalisation d'inventaires pour les pharmacies d'officine. En 1998, la Société abandonne cette activité et cible une clientèle composée principalement de groupes de la grande distribution. Au cours des années 2000, Ivalis développe sa clientèle « grands comptes » et ouvre des établissements secondaires dans toute la France (Lyon, Marseille, Lille, Rennes et Strasbourg) afin de mieux répondre aux demandes de ses clients. L'année 2005 marque le début du développement européen avec l'ouverture d'une filiale en Espagne. Depuis, cette stratégie s'est poursuivie avec la création ou l'acquisition de filiales en Europe (Italie, Portugal, Belgique, Pays-Bas, Allemagne, Suisse, Autriche) et au Brésil et avec la signature de nouveaux partenariats (société Inventoris au Maroc et OCS Asset Solutions), permettant à Ivalis d'accompagner ses clients à travers le monde.

Aujourd'hui, Ivalis compte 11 filiales et 50 agences et offre deux types de prestations en matière d'externalisation des inventaires physiques :

- l'inventaire clé en main, qui a représenté 79,1 % des inventaires menés en 2015, intègre la mise à disposition de l'ensemble des moyens nécessaires à la réalisation d'un inventaire : les logiciels (PCC® et Windouch®), les terminaux portables et les ressources humaines.
- l'inventaire partenaire, qui a représenté 20,9 % des prestations effectuées en 2015, associe les logiciels (PCC® et Windouch®), le matériel et le personnel d'encadrement d'Ivalis aux opérateurs de saisie mis à disposition par le client.

La Société s'appuie sur une méthodologie spécifique développée en interne, des outils informatiques dédiés et un savoir-faire reconnu dans le domaine de la logistique et des ressources humaines pour proposer une prestation fiable et précise permettant de garantir par contrat la sécurisation et les délais de réalisation de l'inventaire.

Afin de répondre aux contraintes des politiques d'achat de ses clients, Ivalis mise sur une amélioration continue et significative de la productivité de ses équipes lui conférant un avantage sur ses concurrents ne disposant pas des ressources humaines technologiques et organisationnelles pour suivre la baisse des prix imposée par le secteur. D'un point de vue stratégique, l'environnement concurrentiel idéal visé à la fois par la Société et ses clients est une situation de duopole régional.

¹ Ce montant est déconnecté de la valeur réelle des fonds propres de la Société du fait de volumes d'échanges quasi nuls depuis plusieurs années (cf. § 4.3.1).

Depuis quelques années, la Société doit également faire face à l'apparition de la technologie RFID qui, malgré des contraintes techniques et un coût encore élevé, rend inutile l'inventaire physique pour une partie de ses clients historiques. Cet état de fait contribue à une réduction globale du marché d'Ivalis. Cette rupture technologique a conduit la Société à se recentrer sur ses clients « grande distribution », qui deviennent son cœur de cible².

Au 31 mars 2016, le groupe employait 454 équivalents temps plein à travers ses différentes filiales.

3.2 Performances financières historiques

3.2.1 EVOLUTION DES RESULTATS

Comme indiqué dans le tableau ci-après retraçant l'évolution du résultat de la Société depuis les trois derniers exercices, le chiffre d'affaires a évolué de 52,7 M€ pour l'exercice clos le 31 mars 2014, à 60,6 M€ pour l'exercice clos le 31 mars 2016, soit un taux de croissance annuel moyen de 7,3 %.

Résultat en K€	mars-14	mars-15	mars-16
Chiffre d'affaires	52 728	58 679	60 698
Variation	33,8%	11,3%	3,4%
Marge brute	52 523	58 245	60 602
Autres achats et charges externes	(25 695)	(29 420)	(32 091)
Valeur ajoutée	26 828	28 824	28 511
En % du CA	50,9%	49,1%	47,0%
Impôts et taxes	(680)	(785)	(587)
Charges de personnel	(23 150)	(26 655)	(26 363)
En % du CA	(43,9%)	(45,4%)	(43,4%)
Transfert de charges d'exploitation		320	431
EBE	2 998	1 704	1 991
En % du CA	5,7%	2,9%	3,3%
Dotations aux provisions	(185)	(195)	(132)
Reprises sur provisions d'exploitation	337	233	153
EBITDA	3 150	1 742	2 012
En % du CA	6,0%	3,0%	3,3%
Dotations aux amortissements des immobilisations	(1 680)	(1 929)	(1 416)
Résultat opérationnel courant	1 471	(188)	596
En % du CA	2,8%	(0,3%)	1,0%
Autres produits et charges opérationnels	(19)	148	159
Résultat opérationnel (EBIT)	1 452	(40)	755
En % du CA	2,8%	(0,1%)	1,2%

Cette progression s'explique par deux effets combinés :

- un effet de périmètre lié, d'une part, à l'acquisition en juin 2013 de la société allemande SIGMA et de ses filiales en Suisse et en Autriche, et d'autre part, à l'ouverture de la filiale brésilienne ;
- un effet volume, lié à la signature de nouveaux contrats avec des enseignes de distribution en Europe, notamment en Allemagne dans le domaine du bricolage.

² Les produits vendus en grande distribution se prêtent mal au déploiement de la technologie RFID, au contraire du secteur de la distribution textile.

Les achats consommés augmentant parallèlement au chiffre d'affaires, cette évolution conduit, par solde, à une amélioration de la marge brute, qui affiche un taux de croissance annuel moyen de 7,4 %.

Les autres achats et charges externes qui se composent principalement des frais de personnel intérimaire (19,7 M€ au 31 mars 2016) et des frais de déplacement (5,6 M€ au 31 mars 2016), connaissent un taux de croissance annuel moyen de 12,1 %. Cette augmentation s'est traduite par une dégradation du taux de valeur ajoutée au cours des trois dernières années de 50,9 %, au 31 mars 2014, à 47 % au 31 mars 2016.

Au 31 mars 2015, la Société affiche un excédent brut d'exploitation de 1,7 M€ contre 3 M€ au cours de l'exercice précédent. Cette baisse de 43 % s'explique principalement par :

- l'augmentation des charges de personnel qui représentent 45,4 % du chiffre d'affaires au 31 mars 2015 contre 43,9 % au cours de l'exercice précédent ;
- la perte d'un client significatif et son remplacement par des contrats à plus faible marge ;
- le décalage d'activité lié à l'implémentation des outils et processus du groupe Ivalis au sein du groupe SIGMA ;
- la liquidation en novembre 2014 de la filiale polonaise, Ivalis Polska.

Pour l'exercice clos le 31 mars 2016, la maîtrise des charges de personnel et des progrès dans l'intégration de la filiale allemande (ex-SIGMA) ont conduit à une progression de l'excédent brut d'exploitation qui s'établit à 1,9 M€, soit une augmentation de 17 %.

Les autres produits et charges opérationnels correspondent à des activités de gestion de retours de produits et de location de scanners pour le compte de clients. Ces activités appartiennent à l'entité Ivalis Deutschland et sont peu significatives sur la période.

Résultat en K€	mars-14	mars-15	mars-16
Chiffre d'affaires	52 728	58 679	60 698
Variation	33,8%	11,3%	3,4%
Marge brute	52 523	58 245	60 602
Valeur ajoutée	26 828	28 824	28 511
En % du CA	50,9%	49,1%	47,0%
EBE	2 998	1 704	1 991
En % du CA	5,7%	2,9%	3,3%
EBITDA	3 150	1 742	2 012
En % du CA	6,0%	3,0%	3,3%
Résultat opérationnel courant	1 471	(188)	596
En % du CA	2,8%	(0,3%)	1,0%
Résultat opérationnel (EBIT)	1 452	(40)	755
En % du CA	2,8%	(0,1%)	1,2%
Résultat financier	(306)	(331)	(251)
Résultat courant avant impôts	1 146	(371)	504
Résultat exceptionnel	56	(61)	(103)
Résultat avant impôts	1 202	(432)	401
Impôt sur les résultats	(182)	559	(1 018)
Résultat net des sociétés intégrées	1 020	127	(616)
Dotations aux amortissements des écarts acquisitions	(967)	(1 225)	(1 227)
Résultat net de l'ensemble consolidé	53	(1 098)	(1 843)

L'évolution du résultat financier de -0,3 M€, au 31 mars 2014, à -0,2 M€, au 31 mars 2016, est à mettre en relation avec la diminution de l'endettement financier net (cf. infra).

En 2013-14, par l'effet conjugué d'un résultat avant impôt de 1,2 M€ et d'un crédit d'impôt différé de 0,5 M€ réduisant la charge d'impôt comptabilisée à 0,2 M€, la Société a pu extérioriser un résultat net des sociétés intégrées de 1,0M€. En 2014-15, la Société a comptabilisé un crédit d'impôt de 0,6M€ pour un résultat avant impôt négatif de 0,4 M€, permettant d'afficher un bénéfice de 0,1 M€ pour le résultat net des sociétés intégrées. Ce crédit d'impôt s'expliquait par un montant d'impôt exigible de 0,2 M€ compensé par 0,8 M€ de crédit d'impôt différés. L'exercice clos au 31 mars 2016 cumule un résultat avant impôt relativement faible de 0,4M€ et une charge d'impôt de 1,2 M€, se décomposant en un impôt exigible de 1,0 M€ augmenté d'une charge d'impôt différée de 6 K€, qui amène le résultat net des sociétés intégrées à une perte de 0,6 M€ pour l'exercice.

Les dotations aux amortissements des écarts d'acquisition sont relatives aux acquisitions des sociétés CONSULT-IN en 2011, et SIGMA au premier trimestre 2014. Les écarts d'acquisition sont amortis de manière linéaire sur une durée de huit ans.

Au final, l'amortissement des écarts d'acquisitions affecte le résultat net de l'ensemble consolidé, bénéficiaire à fin mars 2014 puis suivi de deux années déficitaires en mars 2015 et en mars 2016 (respectivement -1,1M€ et -1,8M€).

3.2.2 EVOLUTION DE LA STRUCTURE FINANCIERE

L'actif du bilan fonctionnel de la Société se compose principalement d'écarts d'acquisition pour 5,7 M€, liés aux opérations de rapprochement menées par la Société. Ils sont principalement issus de l'acquisition de la société CONSULT-IN (0,3 M€), réalisée en 2011, et de celle de SIGMA (5,4 M€) réalisée au premier trimestre 2014. Les autres immobilisations d'exploitation correspondent principalement à des logiciels et développements informatiques (notamment les applications « Préparation d'inventaire », « Planning hebdomadaire », « CRM » et « Sales Force Model »).

Bilan fonctionnel en K€	mars-14	mars-15	mars-16
Autres incorporels	743	625	970
Autres corporels	2 956	2 020	1 933
Dépôts et cautionnements	268	285	359
Immobilisations d'exploitation hors goodwills	3 967	2 930	3 262
BFR	(623)	(3 232)	(5 242)
En % du CA	(1,2%)	(5,5%)	(8,6%)
Actif d'exploitation	3 344	(302)	(1 981)
Ecarts d'acquisition	8 235	7 008	5 782
Actifs d'impôt différé	-	1 889	1 901
Actif hors exploitation	8 235	8 897	7 682
Actif économique	11 579	8 595	5 702

Le besoin en fonds de roulement dégagé par l'activité constitue structurellement une ressource et s'établit en moyenne à -5,1 % au cours des trois derniers exercices, chiffre à relativiser toutefois car calculé à fin mars, période de l'année où la trésorerie de la Société atteint son maximum.

L'amélioration de l'excédent en fonds de roulement s'explique par la réduction du délai des encaissements clients qui passe de 46 jours au 31 mars 2014, à 36 jours au 31 mars 2016.

Bilan fonctionnel en K€	mars-14	mars-15	mars-16
Capitaux propres part du groupe	6 472	5 500	3 530
Capitaux propres hors groupe	4	3	2
Capitaux propres consolidés	6 476	5 503	3 531
Provisions pour R&C	594	180	135
Provisions pour reraites	-	210	286
Provision nette pour impôt différés	65	40	152
Provisions	659	430	573
Endettement financier long terme	9 897	9 030	11 399
Endettement financier court terme	30	15	53
Trésorerie	(5 484)	(6 382)	(9 854)
Endettement net	4 443	2 663	1 598
Capitaux engagés	11 579	8 596	5 702

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres consolidés connaissent une baisse continue et enregistrent un taux de décroissance annuel moyen de -26,2 % sur les trois derniers exercices. Cette variation résulte des pertes de cette période.

Les dettes financières s'élèvent à 11,3 M€ au 31 mars 2016 et sont principalement liées au financement de l'acquisition de SIGMA (y compris complément de prix), au développement de la filiale brésilienne et au renouvellement du parc de scanners. L'amélioration de la trésorerie, qui passe de 5,4 M€ au 31 mars 2014, à 9,8 M€ au 31 mars 2016, conduit à une réduction significative de l'endettement net qui s'établit à 1,5 M€, au 31 mars 2016, contre 4,4 M€ au 31 mars 2014. Cette évolution doit cependant s'apprécier en relation avec la forte saisonnalité de l'activité, le montant trimestriel moyen, lissé sur 3 ans, de l'endettement net s'établissant à 5,8 M€.

Enfin, au 31 mars 2016, la Société a comptabilisé 0,5 M€ de provisions pour risques et charges, correspondant, à hauteur de 0,3 M€, aux engagements envers le personnel (indemnités de fin de carrière) et, à hauteur de 0,1 M€, à divers litiges.

3.2.3 FLUX DE TRESORERIE

En termes de flux de trésorerie, pour les raisons développées ci-avant, la capacité d'autofinancement s'est dégradée au cours des trois derniers exercices et s'établit à 1 M€ au 31 mars 2016, comparée à 2,2 M€, au 31 mars 2014.

En trois ans, la Société a ainsi dégagé un cash-flow libre pour l'actionnaire de 5,8 M€, montant à relativiser au vu augmentation de la dette financière de 9,3 M€, et n'a pas distribué de dividendes.

Tableau de flux de trésorerie en K€	mars-14	mars-15	mars-16	Cumul 2014 à 2016
Résultat net des sociétés intégrées	53	(1 098)	(1 843)	(2 888)
Dotations et reprises aux amortissements et provisic (Plus) / moins values de cession des éléments d'actif	2 765 (87)	4 185 (1 057)	2 789 (5)	9 739 (1 150)
Impôt différé	(447)	(784)	66	(1 165)
CAF	2 284	1 246	1 006	4 536
Variation de BFR	321	1 927	2 485	4 733
Acquisition d'immobilisations	(9 637)	(1 103)	(1 968)	(12 707)
Produits de cession d'immobilisations	43	126	85	254
Apport SIGMA	1 166	-	-	1 166
Variations de périmètre	-	18	-	18
Frais / dettes sur acquisitions de titres	(538)	(500)	(500)	(1 538)
Cash flow libre avant variation de l'endettement	(6 359)	1 714	1 108	(3 537)
Remboursements d'emprunts	(1 125)	(1 819)	(1 960)	(4 904)
Souscription d'emprunts	8 903	936	4 354	14 193
Incidence des variations de change	-	49	(36)	13
Cash flow libre pour l'actionnaire	1 419	880	3 466	5 765
Dividendes versés aux actionnaires	-	-	-	-
Variation de trésorerie	1 419	880	3 466	5 765

3.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux couvre la période 2016-2025 et de se scinde en deux périodes distinctes :

- l'horizon 2016-2019 a été établi par le management en mai 2016. Il est bâti par consolidation des différentes filiales régionales du groupe (France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Brésil ainsi que les ouvertures prévues en Argentine et au Chili).
- l'horizon 2020-2025 a été établi par nos soins par prolongement des hypothèses du management. Il permet de faire tendre les agrégats des filiales récemment créées ou en retournement vers des niveaux normatifs.

Les principales hypothèses ayant étayé la construction des plans d'affaires régionaux sont les suivantes :

- une baisse structurelle des prix (de l'ordre de 1,5 % par an en moyenne) du fait de la politique d'achat des clients et de l'environnement très concurrentiel³, compensée par :
- une augmentation de la productivité à un rythme cible de 1 % par an, correspondant au niveau prévu en France sur l'horizon du plan d'affaires ;

³ Les données fournies par le management permettent d'observer une baisse moyenne annuelle des prix de 4,2 % par an sur la période 2005-2015 pour un échantillon représentatif des différents types de prestations effectuées par Ivalis chez ses principaux clients.

- une augmentation lente mais régulière du taux d'externalisation de la prestation d'inventaire de la part des clients et donc une hausse tendancielle du marché potentiel ;
- un objectif de part de marché de 40 % pour chaque implantation dans le cadre de la stratégie duopolistique privilégiée par le groupe et ses clients. Les régions dépassant ce niveau cible voient leurs parts de marché érodées au fil du temps au bénéfice des marges ; celles n'atteignant pas cet objectif adoptent une stratégie d'acquisition de parts de marché au détriment des marges ;
- des charges modélisées pays par pays, la France servant de référence pour les niveaux anticipés à l'issue de l'horizon du plan d'affaires (hors particularités régionales identifiées).

Après consolidation des plans d'affaires régionaux, nous relevons que trois pays impactent plus particulièrement les anticipations de flux :

- la France, qui représente 40 % du chiffre d'affaires attendu en 2016 et qui présente le modèle à suivre pour les autres implantations (situation duopolistique et part de marché cible atteinte, vitrine du savoir-faire du groupe).
- l'Allemagne, qui représente 23 % du chiffre d'affaires attendu en 2016. Issue du rachat de la société SIGMA en 2013, la filiale constitue la principale source d'incertitudes concernant les prévisions du plan d'affaires. En effet, cette acquisition, motivée par son intérêt stratégique (acquisition de parts de marché chez les acteurs de la grande distribution germanique et donc prise d'une option sur une grande partie de l'Europe de l'Est), est l'implantation la moins profitable et pour laquelle la marge de progression attendue, en termes de productivité, est aujourd'hui la plus importante. Cette situation est aggravée par un environnement concurrentiel très agressif caractérisé par un grand nombre d'acteurs déjà bien implantés.
- le Brésil, qui représente 5 % du chiffre d'affaires consolidé escompté en 2016, mais qui pourrait représenter jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires à l'issue de l'horizon du plan d'affaires. Cette implantation fournit au groupe un point d'entrée sur le continent sud-américain. Elle est favorisée par la situation de quasi-monopole dont jouissait le principal concurrent américain de la Société, ce qui a poussé les acteurs locaux de la grande distribution à favoriser l'implantation d'Ivalis dans la région. Le développement est prometteur et l'extension à l'Argentine et au Chili est prévue dans le plan d'affaires.

S'agissant de l'horizon 2016-2019, le management prévoit une accélération de la croissance annuelle du chiffre d'affaires à un niveau compris entre 5,5 % à 6,4 %, contre 3,4 % constatés en 2015. De la même façon, le niveau de marge brute sont anticipés en hausse de 23,4% prévu en 2016 jusqu'à 25,0 % en 2019 (contre 22,1 % en 2015), soit un taux de marge d'EBITDA 2019 de 4,8 %.

S'agissant de l'horizon étendu par nos soins (2020-2025), nous avons maintenu, dans la mesure du possible, les hypothèses du management et fait tendre les niveaux des agrégats normatifs vers la situation française lorsque nous l'avons jugé nécessaire. Au final, nos travaux font ressortir une baisse de la croissance du chiffre d'affaire (qui tend vers un niveau normatif de 3,8 %) et un niveau de marge brute escompté en 2025 de 27,6 % pour un taux de marge d'EBITDA de 7,1 %⁴.

Le plan d'affaire bâti par le management incluant l'intégralité du compte de résultat pour chaque implantation, nous avons été à même de modéliser le niveau d'impôt sur les sociétés attendu dans chaque région ainsi que sa résultante consolidée ainsi que l'imputation des reports déficitaires passés et futurs dans chaque pays.

⁴ Taux cohérent avec la fourchette basse (7,8 %) des niveaux moyens constatés chez les comparables boursiers sur la période 2011-2020.



Enfin, le plan d'affaire n'intégrant pas de prévisions d'investissements ni de BFR, nous les avons modélisés :

- s'agissant du BFR, en maintenant un niveau de BFR/CA de -1,7 %⁵ sur l'intégralité de l'horizon du plan d'affaires ;
- s'agissant des investissements, en les estimant à partir des niveaux de dotation aux amortissements et de croissance du chiffre d'affaires anticipés par le management, combinés avec la durée d'amortissement des principales immobilisations.

En synthèse, nous pouvons relever que le plan d'affaires (i) intègre des perspectives de croissance cohérentes avec la stratégie de la Société, (ii) permet d'atteindre un taux de marge d'EBITDA cohérent avec les niveaux longs termes constatés sur son secteur, (iii) a été étendu afin de permettre au développement international de porter ses fruits et (iv) intègre une hypothèse de succès de ce développement, hypothèse dont nous avons tenu compte dans la détermination du taux d'actualisation. La quasi-totalité de ces éléments ont une incidence favorable sur la valeur.

⁵ Chiffre calculé à partir du dernier ratio constaté historiquement, corrigé de la saisonnalité de la trésorerie.

4. EVALUATION

Conformément aux dispositions du 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. Nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 NOMBRE DE TITRES :

Le capital d'Ivalis se compose de 1 310 378 actions ordinaires.

4.1.2 INSTRUMENTS A CARACTERE DILUTIF DONNANT ACCES AU CAPITAL SOCIAL

A la date de rédaction du présent rapport, deux types d'instruments donnant accès au capital ont été émis :

- des bons de souscriptions d'actions (BSA) : deux lignes de BSA (BSA 1 et BSA 3) ont été émis à destination du personnel par la société holding Kamino le 21 mai 2010. Ceux-ci ont été transférés à Ivalis lors de la fusion-absorption du 28 mars 2014 ;
- des actions de préférence (ADP) Ivalis attribuées gratuitement à des membres du personnel le 15 avril 2016 par le Conseil d'Administration de la Société et convertibles en actions ordinaires.

a) Estimation de la dilution éventuellement attribuable aux BSA :

Compte-tenu de prix d'exercices assez éloignés de la valeur actuelle de la Société telle qu'elle découle de nos travaux (cf. § 4), de la date d'échéance relativement proche et des conditions d'exercice improbables⁶, nous ne retenons pas de dilution potentielle liée à ces instruments.

Dilution liée aux BSA	BSA 1 émis par Kamino	BSA 3 émis par Kamino
Au niveau de Kamino :		
Nombre d'instruments émis	316 160	706 800
Prix de souscription	0,10 €	0,03 €
Ratio de conversion	1	1
Prix d'exercice	1,00 €	3,00 €
Soit, au niveau d'Ivalis :		
Ratio de conversion Kamino -> Ivalis	0,038978164	0,038978164
Nombre d'instruments émis au 31/03/2016	12 323	27 549
Prix d'exercice	25,66 €	76,97 €
Conditions d'exercice	1/ Fusion-Absorption 2/ Cession ou Apport	1/ Fusion-Absorption 2/ Cession ou Apport
Échéance	21/05/2020	21/05/2020
Nombre d'instruments exercés au 31/03/2016	0	0
Dilution potentielle	0	0

⁶ Les BSA 1 et 3 ne pourront être exercées qu'en cas de cession de 100% d'Ivalis, que ce soit par fusion absorption avec une société indépendante ou par cession ou apport au profit d'un ou plusieurs tiers non associés au capital d'Ivalis.

b) Estimation de la dilution éventuellement attribuable aux ADP :

Les principales caractéristiques des ADP émises sont les suivantes :

- Le nombre total d'ADP émis ne pourra pas être supérieur à 300 (au 15 avril 2016, 150 ADP ont été attribuée à 4 membres du personnel) ;
- Une période d'acquisition d'un an est prévue ;
- Une période de conservation d'un an s'ajoute à la période d'acquisition ;
- Les actions de préférence ne pourront être converties en actions ordinaires que dans le cas d'une cession de l'intégralité de la participation détenue par Ekkio Capital et Financière du Roule ;
- Le ratio de conversion sera défini par la formule suivante et ne saura être inférieur à une action ordinaire pour une ADP :

$$\frac{[(Flux\ Positifs - Flux\ Négatifs) \times 15\%] \times \frac{N^{AdPSortie}}{N^{AdPEmises}}}{\left[P - \left[[(Flux\ Positifs - Flux\ Négatifs) \times 15\%] \times \frac{N^{AdPSortie}}{N^{AdPEmises}} \right] \times \frac{1}{N^{AO}} \right]} \times \frac{1}{N^{AdPSortie}}$$

Où :

- P représente la valeur de sortie pour 100 % du capital de la Société ;
- N^{AO} représente le total des actions ordinaires à la date de sortie ;
- $N^{AdPSortie}$ représente le nombre total d'actions de préférence restant en circulation à la date de sortie ;
- $N^{AdPEmises}$ représente le nombre total d'actions de préférence émises à la date de sortie ;
- *Flux Positifs* représente la somme des flux effectivement perçus par le Concert au titre de l'investissement dans le capital d'Ivalis au moment de la sortie ;
- *Flux Négatifs* représente le total des sommes investies dans la Société par le concert (montant arrêté au 31/12/2015).

Il ressort de ces éléments juridiques que trois principaux facteurs influent sur le ratio de conversion des ADP :

1. Le montant des flux de trésorerie versés aux actionnaires entre le 31 décembre 2015 et la date de sortie ;
2. La valeur payée pour la participation d'Ekkio et de Financière du Roule au moment de la sortie ;
3. La date de sortie d'Ekkio et de Financière du Roule.

Nous avons estimé le premier montant à partir des flux prévus par le management dans le plan d'affaires, ajusté des frais financiers et du remboursement de la dette financière nette. La valeur de sortie a été estimée à l'aide d'une approche probabiliste à travers un modèle binomial (Cox Ross & Rubinstein) s'appuyant sur la

valeur des fonds propres issue de la méthode des DCF (cf. § 4) et de la volatilité annualisée historique sectorielle⁷ sur 3 ans au 20 juillet 2016⁸ qui ressort à 23,56 % :

Volatilité	au 20/07/2016							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Catering International & Services SA	20,89%	24,24%	30,15%	33,05%	27,55%	26,55%	24,39%	23,99%
Teleperformance SE	30,34%	21,36%	24,69%	26,11%	26,78%	25,19%	25,76%	29,12%
Convergys Corp	27,08%	22,88%	24,46%	26,32%	23,69%	22,90%	22,54%	27,01%
TeleTech Holdings Inc	26,56%	25,37%	24,10%	24,83%	25,45%	24,20%	23,26%	26,98%
Christie Group plc	75,10%	51,67%	42,09%	31,99%	31,13%	31,33%	33,70%	37,05%
Rentokil Initial PLC	27,76%	20,13%	20,79%	19,00%	18,60%	19,17%	20,00%	23,63%
Lassila & Tikanoja Oyj	26,66%	31,41%	28,37%	25,75%	24,58%	22,92%	21,95%	23,47%
Ivalis SA	1,08%	1,74%	1,30%	3,01%	9,94%	16,95%	15,82%	16,06%
Moyenne	29,43%	24,85%	24,49%	23,76%	23,46%	23,65%	23,43%	25,92%
Moyenne hors extrêmes	26,55%	24,23%	25,43%	25,67%	24,44%	23,49%	22,98%	25,70%
Médiane	26,87%	23,56%	24,58%	25,93%	25,02%	23,56%	22,90%	25,49%

Nous avons ensuite appliqué au modèle différentes hypothèses de date de cession des participations détenues par Ekkio et Financière du Roule :

Dilution liée aux Actions de Préférence	ADP - Modèle binomial ⁽¹⁾		
	Sortie en 2020	Sortie en 2019	Sortie en 2018
Nombre d'ADP émises au 15/04/2016	150	150	150
Nombre d'ADP restant à émettre	150	150	150
Nombre d'actions ordinaires total	1 310 378	1 310 378	1 310 378
Nombre d'actions détenues par le concert	1 246 588	1 246 588	1 246 588
Valeur du "Flux Négatif" au 31/12/2015	32 892 417 €	32 892 417 €	32 892 417 €
Somme des cash flow issue du DCF ⁽²⁾	1 686 177 €	298 034 €	-575 402 €
Valeur retenue pour Ivalis lors de la sortie ⁽³⁾	variable	variable	variable
Valeur du "Flux Positif à la date de sortie	variable	variable	variable
Nombre total d'ADP lors de la sortie	300	300	300
Nombre total d'ADP émises ⁽⁴⁾	300	300	300
Ratio de conversion théorique ⁽⁵⁾	73	42	18
Probabilité "Flux positif > Flux négatif"	37%	28%	19%
Dilution potentielle⁽⁶⁾	21 960	12 489	5 251

(1) dilution estimée à partir d'un modèle binomial (Cox Ross Rubinstein)

(2) ajustée des frais financiers théoriques et de la position financière nette

(3) valeur de sortie du modèle binomial (probabilisée)

(4) hypothèse d'émission de la totalité des ADP et d'absence de perte de droit aux ADP

(5) calculé sur la base de l'article 13.2.2.b des Statuts d'Ivalis

(6) cappée à 10% du capital social (cf. 13.2.2.b des Statuts d'Ivalis)

Au final, nous avons choisi de retenir l'hypothèse centrale de sortie en 2019, soit 12 489 titres supplémentaires, niveau inférieur à la moyenne des trois horizons (13 233 titres supplémentaires). La valeur

⁷ Volatilité médiane de l'échantillon des comparables boursiers. L'absence de liquidité et donc de variation du prix du titre Ivalis disqualifiant son utilisation.

⁸ Date de suspension du cours de bourse d'Ivalis.



retenue représente 9,5 % du nombre maximal de titre pouvant être émis à la suite de la conversion des ADP, montant représentant lui-même 10 % du capital social.

4.1.3 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Eléments de passage de la VE à la VCP (K€)	31-mars-16
Obligations	-
Dette financière	(11 452)
Disponibilités et équivalents	9 854
Position financière nette	(1 598)
Intérêts minoritaires	-
Provisions	(421)
Actifs financiers	359
Economies d'impôt	377
Produit d'exercice des BSA	-
Autres	(4 215)
Autres éléments	(3 901)
Total	(5 499)

Ces éléments reposent sur les données bilanciellles au 31 mars 2016 fournies par le management et se décomposent de la manière suivante :

- le montant de provisions retenu regroupe des provisions pour litige et des provisions pour engagements de retraite ;
- les actifs financiers sont constitués de dépôts et de cautionnements versés (96 %) et de titres de sociétés mises en équivalence (4 %) ;
- la valeur des économies d'impôts correspond au reliquat de la consommation/génération des déficits reportables anticipés pays par pays⁹ sur l'horizon du plan d'affaires étendu.
- la rubrique « autres » représente l'incidence du lissage annuel de la forte saisonnalité de la trésorerie. Il résulte de l'écart constaté entre le niveau moyen de la trésorerie trimestrielle sur les trois dernières années et le niveau inscrit dans les comptes à fin mars 2016.

4.2 Critères et méthodes écartés

4.2.1 ACTIF NET COMPTABLE

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition liés au développement du réseau et les éléments incorporels, 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 mars 2016, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur la base de 1 310 378 actions, ressort à 2,69 € par action.

⁹ Les montants de déficits reportables au 31 mars 2016, soit 4,1 M€ pour l'Allemagne, 1,6 M€ pour l'Italie, 0,6 M€ pour l'Autriche, 0,3 M€ pour la Suisse et 1,2 M€ pour le Brésil, ont été imputés année par année sur l'horizon du plan d'affaires, 50 % du montant du reliquat total en 2025 étant repris en trésorerie après actualisation.

4.2.2 ACTIF NET REEVALUE - 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.

4.2.3 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.

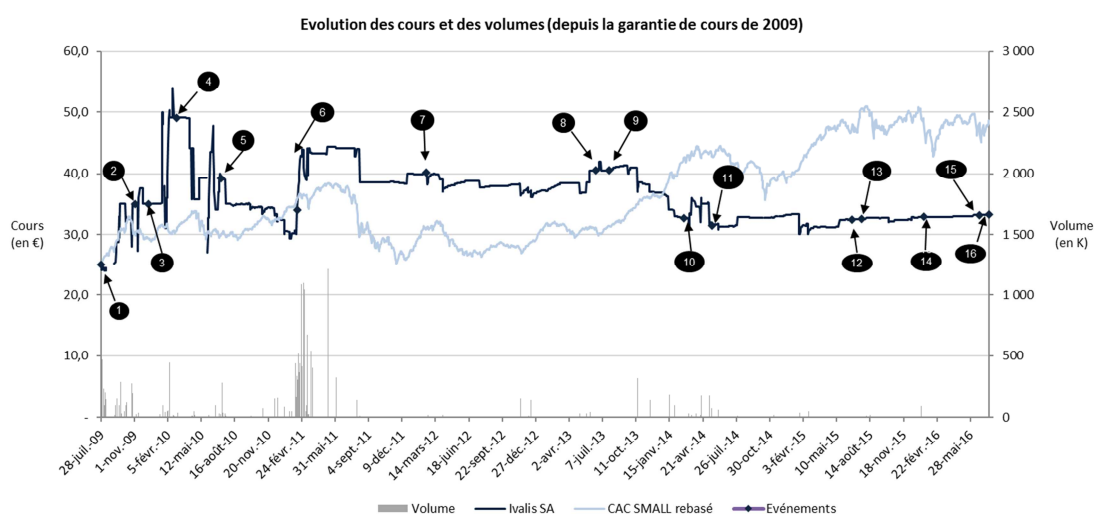
4.3 Critères et méthodes mis œuvre mais non retenus ou présentés à titre indicatif

4.3.1 COURS DE BOURSE ET OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES

a) Approche historique :

L'action Ivalis (anciennement l'Inventoriste) a été introduite en bourse le 19 mai 2004 au prix de 6,02 €. Initialement cotée sur le Marché Libre, l'action fait l'objet d'un transfert de cotation le 18 juin 2007 et est actuellement admise sur Alternext Paris.

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC Small, depuis le 9 juillet 2009, date du dépôt de la garantie de cours visant les actions de la Société au prix unitaire de 24 euros :





Renvois	Dates	Evénements
1	09/07/2009	Dépôt d'un projet de garantie de cours visant les actions d'Ivalis (Ex L'Inventoriste) au prix unitaire de 24€.
2	03/11/2009	Publication d'un chiffre d'affaires semestriel en baisse de 16,5% pour un résultat d'exploitation divisé par deux.
3	10/12/2009	Dans le cadre de son développement à l'international, la société annonce l'acquisition de 100% de la société belge CONSULT-IN.
4	01/03/2010	Publication des résultats annuels 2009 : un chiffre d'affaires en retrait de 23,3%.
5	07/07/2010	La société annonce la signature de son premier contrat de franchise au Maroc avec la société Inventoris.
6	11/02/2011	Publication du chiffre d'affaires annuel 2010, en hausse de 46% par rapport à l'année dernière.
7	16/02/2012	Publication du chiffre d'affaires annuel 2011, en hausse de 26% par rapport à l'année dernière.
8	17/06/2013	Acquisition de 100% de la société allemande SIGMA.
9	26/07/2013	Forte baisse des résultats annuels réalisés sur les 15 mois de l'exercice clos le 31/03/2013.
10	26/02/2014	Ivalis va absorber son holding Kamino afin de simplifier sa structure.
11	16/05/2014	Résultats annuels 2013/2014 : un chiffre d'affaires en hausse de 59% grâce à l'intégration de SIGMA.
12	23/06/2015	Finalisation de l'accord de financement destiné à soutenir le développement d'Ivalis au Brésil.
13	21/07/2015	Annonce de la liquidation d'Ivalis Polska
14	15/01/2016	Ivalis conclut un partenariat commercial avec OCS Asset Solutions, permettant aux deux entreprises de prendre la place de n°1 européen sur le marché de l'externalisation d'inventaires de stocks dans le secteur du Retail.
15	23/06/2016	Annonce du vote en faveur du Brexit au Royaume-Uni.
16	20/07/2016	Annonce de la suspension du titre.

Passé un point bas à 19,8 € le 28 juillet 2009 à la reprise de cotation de l'action Ivalis suite au dépôt de la garantie de cours visant les actions de la société, le titre voit son cours progressivement augmenter jusqu'à atteindre 35 € le 5 octobre 2009, soit une augmentation de 77,2 % contre une augmentation du CAC Small de 29,9 %. Cette phase haussière se poursuit avec l'acquisition en décembre 2009 de 100 % de la société belge CONSULT-IN, spécialisée dans la réalisation d'inventaires de haut niveau, tant de stocks que d'actifs immobilisés (matériel de production, parc informatique etc.). Ainsi, le titre atteint un point haut à 50 € le 29 janvier 2010.

La publication des résultats annuels 2009, le 1^{er} mars 2010, qui affiche un chiffre d'affaires en baisse de 23,3 % entraîne le titre dans une phase baissière jusqu'à atteindre un cours de 27 € le 3 juin 2010, soit une baisse de 50 % contre une stagnation de l'indice CAC Small. Le titre connaît ensuite un léger rebond à la suite de la signature, début juillet, du premier contrat de franchise au Maroc avec la société Inventoris qui vient compléter la couverture géographique de la société Ivalis. L'action atteint un cours de 40 € le 9 juillet 2010.

Le titre enregistre ensuite une baisse de 18,9 % pour atteindre un cours de 30 € le 11 février 2011, contre une hausse de 19 % de l'indice CAC Small. La publication du chiffre d'affaires annuel 2010 qui affiche une hausse de 46 % par rapport à l'exercice précédent permet au titre de rebondir progressivement jusqu'à atteindre un cours de 44,1 € le 23 mars 2011.

Ensuite, le titre connaît une période de fluctuations, semblable à celle de son indice de référence et enregistre une baisse de 12,8 % pour atteindre un cours de 38,5 € le 5 juin 2013, contre une baisse de 13,3 % du CAC Small. L'annonce, le 17 juin 2013, de l'acquisition de 100 % de la société allemande SIGMA, permet au titre d'atteindre un cours de 42 € le 3 juillet 2013. Mais, la publication des résultats annuels du 26 juillet 2013, en forte baisse, entraîne à nouveau le titre dans une phase baissière jusqu'à atteindre un cours de 31 € le 17 mars 2014.

La publication des résultats annuels 2013-14, qui présentent un chiffre d'affaires en hausse de 59 % grâce à l'intégration de la société allemande SIGMA, permet au titre d'atteindre un cours de 35,6 € le 19 mai 2014. Depuis, le titre s'est stabilisé dans une fourchette de 30,0 € à 33,3 € sans impact significatif de l'actualité (fermeture de la filiale polonaise, accord de financement pour soutenir le développement d'Ivalis au Brésil, partenariat avec OCS Asset Solutions et annonce du vote en faveur du Brexit notamment).

Cette situation s'explique par la faiblesse exceptionnelle du flottant et des volumes quotidiens échangés, comme constaté dans les statistiques présentées ci-dessous :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée(1)	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	41.30	30.00	33.93	2 367	3.09	0.2%	3.7%	99.6%
24 mois	33.33	30.00	32.28	749	1.46	0.1%	1.2%	99.6%
12 mois	33.30	32.00	32.78	382	1.48	0.0%	0.6%	100.0%
6 mois	33.30	32.85	33.00	129	1.01	0.0%	0.2%	100.0%
3 mois	33.30	32.95	33.11	65	1.00	0.0%	0.1%	100.0%
20 jours de bourse	33.30	33.20	33.23	20	1.00	0.0%	0.0%	100.0%
Spot	33.30	33.30	33.30	1	1.00	0.0%	0.0%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes.

La seule liquidité proposée au marché aujourd'hui est en effet celle prévue dans le cadre du contrat de liquidité signé avec un prestataire de services d'investissement indépendant.

Cette absence de liquidité produite par des transactions réelles montre que le libre jeu de l'offre de la demande n'intervient plus dans la détermination du prix du titre fournit par la cotation Alternext. En outre, le manque de réaction du titre à l'actualité montre l'absence d'efficience du marché s'agissant de la valorisation du titre Ivalis, prérequis indispensable à la détermination d'une valeur.

b) Volatilité du titre :

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la volatilité de l'action Ivalis, annualisée sur la base de rendements quotidiens observés, a évolué au cours des cinq dernières années dans une fourchette comprise entre 16,06 % et 1,08 %, tandis que la volatilité de ses comparables boursiers est restée relativement stable sur la période avec une volatilité annuelle moyenne évoluant dans une fourchette de 23,41 % à 30,32 %.

Volatilité	au 20/07/2016							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Catering International & Services SA	20,89%	24,24%	30,15%	33,05%	27,55%	26,55%	24,39%	23,99%
Teleperformance SE	30,34%	21,36%	24,69%	26,11%	26,78%	25,19%	25,76%	29,12%
Convergys Corp	27,08%	22,88%	24,46%	26,32%	23,69%	22,90%	22,54%	27,01%
TeleTech Holdings Inc	26,56%	25,37%	24,10%	24,83%	25,45%	24,20%	23,26%	26,98%
Christie Group plc	75,10%	51,67%	42,09%	31,99%	31,13%	31,33%	33,70%	37,05%
Rentokil Initial PLC	27,76%	20,13%	20,79%	19,00%	18,60%	19,17%	20,00%	23,63%
Lassila & Tikanoja Oyj	26,66%	31,41%	28,37%	25,75%	24,58%	22,92%	21,95%	23,47%
Ivalis SA	1,08%	1,74%	1,30%	3,01%	9,94%	16,95%	15,82%	16,06%
Moyenne	29,43%	24,85%	24,49%	23,76%	23,46%	23,65%	23,43%	25,92%
Moyenne hors extrêmes	26,55%	24,23%	25,43%	25,67%	24,44%	23,49%	22,98%	25,70%
Médiane	26,87%	23,56%	24,58%	25,93%	25,02%	23,56%	22,90%	25,49%

L'écart de volatilité, qui va s'aggravant au fil du temps, montre que les très légères variations de prix récentes issues des transactions réalisées par le contrat d'animation de cours sont déconnectées de ce que l'on peut observer au niveau sectoriel, ce qui confirme l'absence de pertinence de la référence au cours de bourse.

c) Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :

La société n'étant plus suivie par les analystes financiers depuis 2013, il n'existe pas d'objectif de cours utilisable dans le cadre de notre valorisation.

d) Conclusion :

La notion de « marché actif », est une condition nécessaire¹⁰, à défaut d'être suffisante, pour que le cours de bourse soit plus qu'un simple prix ponctuel et déconnecté de la réalité financière et économique de la Société. Un marché actif se caractérise par des échanges entre un nombre suffisant d'investisseurs respectant le jeu de l'offre et de la demande libre et non faussée. L'étude des volumes échangés et du carnet d'ordres de la Société montre que :

- le volume d'échanges, déjà historiquement faible, est quasi inexistant depuis fin 2013 ;
- l'essentiel de cette liquidité résiduelle est apportée par un prestataire chargé de l'animation du cours qui, par contrat, s'engage à ne pas influencer le prix.

Nous constatons donc que le cours n'évolue plus depuis fin 2013 et que la quasi-totalité des transactions enregistrées depuis cette date ont été réalisées dans le cadre d'un contrat de liquidité où l'une, au moins, des parties ne peut pas fixer librement son prix. Retenir la référence du cours de bourse reviendrait donc à retenir en 2016 un prix déterminé fin 2013, déjà établi dans des conditions discutables de liquidité. Depuis cette date, un nombre significatif d'informations rendues publiques auraient dû influencer sur la valeur de la Société par le marché (fermeture de la filiale polonaise, absorption de Kamino, développement au Brésil, partenariat avec OCS, baisse de la marge d'EBITDA de 35 %, Brexit, ...).

Dans ces conditions, nous ne retenons pas la référence au cours de bourse dans nos critères d'évaluation.

4.3.2 TRANSACTIONS SUR LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

a) Garantie de cours de 2009 :

Le 23 juillet 2009, l'AMF a approuvé l'opération de garantie de cours initiée par la société Kamino visant la totalité des actions l'Inventoriste (devenu Ivalis depuis) disponibles à un prix de 24 € par action. L'absence de significativité du cours de bourse nous amène à considérer ce prix comme la dernière valorisation de marché fiable de la Société. Elle n'est cependant pas utilisable pour analyser l'équité de l'Offre proposée aujourd'hui du fait de son ancienneté et il convient donc de la replacer dans son contexte. Cette valorisation était justifiée à l'époque par un plan d'affaires très optimiste anticipant une croissance du chiffre d'affaires moyenne de 22 % par an et une marge d'EBITDA moyenne de 17 % pour la période 2009-2014. Du fait d'un environnement économique et concurrentiel dégradé et de déceptions dans son développement à l'international, la Société n'a pas été en mesure de respecter ses prévisions avec une croissance moyenne du chiffre d'affaires effectivement réalisée de 19 % sur la période, après prise en compte des opérations de croissance externe, et un niveau moyen de marge d'EBITDA de 7 %, conduisant à une division par plus de deux de ses capitaux propres entre 2010 et 2016.

Dans ces conditions, on ne peut pas affirmer que la société ait créé, depuis 2009, une valeur suffisante pour justifier un prix ne serait-ce qu'égal à celui de la garantie de cours. Nous considérons donc que le prix de 24 €, proposé à l'époque, ne constitue plus aujourd'hui une référence de valeur.

b) Fusion-Absorption de Kamino par Ivalis (2014) :

A l'issue des délibérations en date du 25 février 2014 de son conseil d'administration, a été décidée l'opération de fusion-absorption inversée de Kamino par sa filiale Ivalis. Cette fusion s'est inscrite dans une démarche de rationalisation et de simplification de la structure juridique du groupe.

Conformément à la réglementation en vigueur, l'apport des titres Ivalis détenus par Kamino a été réalisé à leur valeur comptable à cette date, soit 24€ par action.

¹⁰ Cf. IVSC « International Valuation Standards 2013 »

Parallèlement, la parité d'échange de la fusion a été déterminée sur la base de la valeur « réelle » de la société absorbante, soit celle du cours de bourse à cette date, qui ressort à 33€. La pertinence de cette valeur doit toutefois être relativisée car, intervenant à la fois au numérateur et au dénominateur du calcul de parité, la Société a pu se passer d'une étude d'évaluation en bonne et due forme (opération interne).

Par ailleurs, la société Ekkio, société de gestion du fonds FPCI Ekkio Capital II lui-même actionnaire de la société holding Kamino II, nous a informé que la valeur par action des titres Ivalis retenue dans les comptes de Kamino II était inférieure à celle retenue pour cette opération, compatible avec la valeur issue de la méthode DCF mise en œuvre dans nos travaux.

Ainsi, nous ne retenons pas les valeurs extériorisées par cette opération dans le cadre de l'Offre de liquidité proposée.

4.3.3 EVALUATION PAR LES COMPARABLES BOURSISERS

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 7 sociétés actives dans le domaine de l'externalisation et du service aux entreprises pour des prestations non automatisables¹¹. Dans un premier temps, nous avons calculé les multiples implicites extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 août 2016 de l'échantillon. Il en ressort les multiples suivants de CA, d'EBITDA et d'EBIT :

Société	VE / CA (x) ⁽¹⁾			VE / EBITDA (x) ⁽¹⁾			VE / EBIT (x) ⁽¹⁾		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Catering International & Services SA	0,3x	0,3x	0,3x	5,8x	6,3x	5,2x	8,0x	9,1x	6,9x
Teleperformance SE	1,6x	1,5x	1,3x	10,8x	9,6x	7,7x	16,9x	13,7x	10,6x
Convergys Corp	1,1x	1,0x	1,0x	8,3x	7,9x	7,4x	12,3x	11,9x	11,6x
TeleTech Holdings Inc	1,1x	1,1x	1,1x	8,4x	8,2x	7,8x	14,3x	13,3x	12,1x
Christie Group plc	0,5x	0,5x	0,4x	8,3x	10,0x	7,1x	10,6x	14,6x	7,9x
Rentokil Initial PLC	2,4x	2,2x	2,1x	10,6x	9,9x	9,2x	18,4x	17,3x	15,5x
Lassila & Tikanoja Oyj	1,2x	1,2x	1,1x	8,5x	8,2x	7,9x	15,1x	14,4x	13,6x
Moyenne = μ	1,2x	1,1x	1,0x	8,7x	8,6x	7,5x	13,2x	12,3x	11,1x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	1,1x	1,1x	1,0x	8,8x	8,8x	7,6x	13,2x	12,3x	11,2x
Médiane = Me	1,1x	1,1x	1,1x	8,4x	8,2x	7,7x	13,9x	13,0x	11,8x
Maximum	2,4x	2,2x	2,1x	10,8x	10,0x	9,2x	17,8x	16,3x	15,0x
Minimum	0,3x	0,3x	0,3x	5,8x	6,3x	5,2x	8,6x	8,6x	6,7x

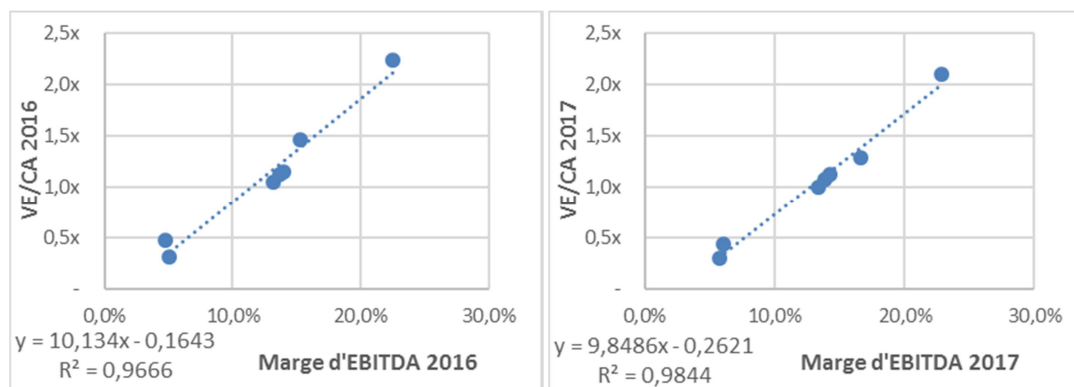
Source : Thomson Reuters

(1) Données calendarisées au 31/03/2016

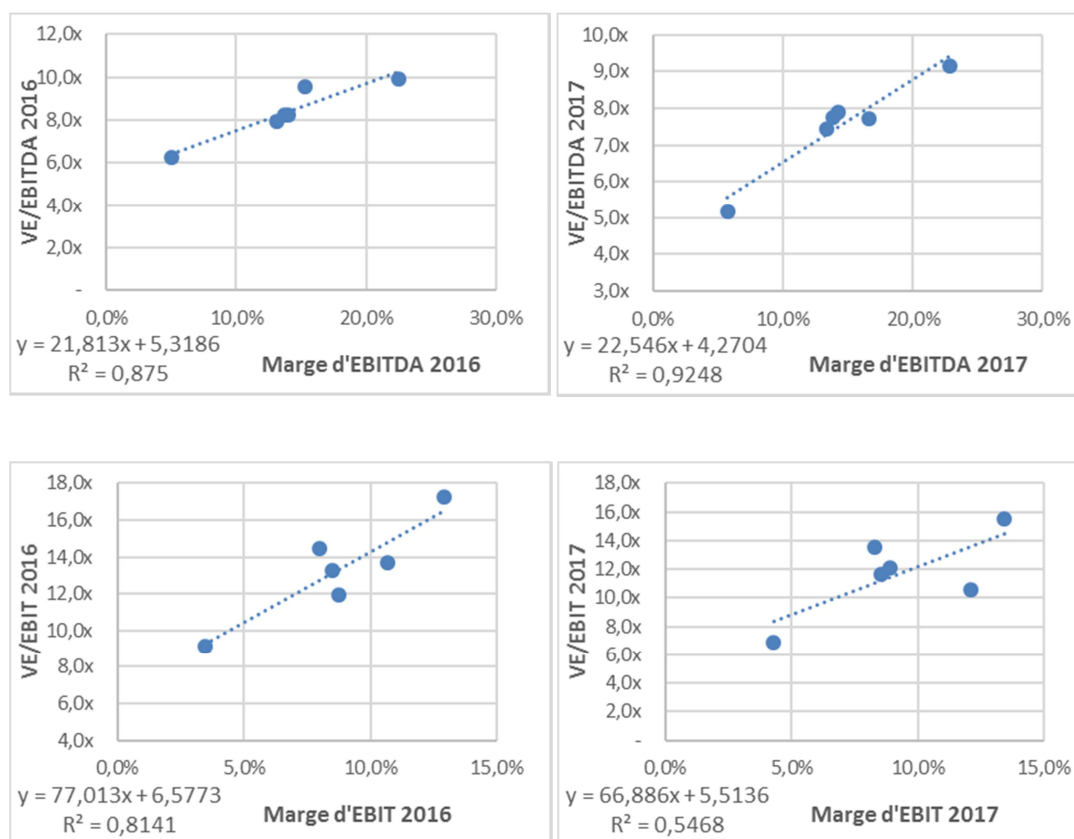
Nous constatons cependant que le niveau de marge anticipé en 2016 et 2017 des sociétés comparables reste très éloigné de celui anticipé par le management d'Ivalis dans son plan d'affaires (supérieur à 13% de marge d'EBITDA pour les comparables contre 3,1 % et 4,2 % pour la Société). Or, une étude statistique de l'échantillon montre une forte corrélation entre ce paramètre et la valeur d'entreprise, comme indiqué dans les graphiques ci-après :

1/ au niveau du multiple de VE/CA :

¹¹ Leurs caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.1 et 7.2



2/ qu'au niveau des multiples de VE/EBITDA et VE/EBIT¹² :



En conséquence, nous nous sommes appuyés sur un calcul de régression multiple des ratios VE/EBITDA et de VE/EBIT par rapport à leurs marges respectives et au TMVA du chiffre d'affaires 2014-2018. Cette approche fait ressortir des R^2 élevés (99 % et 93 % pour le multiple de VE/EBITDA et 88 % et 83 % pour le multiple de VE/EBIT).

L'application aux agrégats 2016 et 2017 issus du plan d'affaires d'Ivalis des formules de régression obtenues, fait ressortir les valeurs d'entreprise suivantes :

¹² Calcul hors Christie, particulièrement sensible à l'annonce du vote en faveur du Brexit (prévision d'EBITDA divisée par 2 entre fin juin 2016 et aujourd'hui).

en K€	CA				
	2015	2016	2017	2018	2019
Agrégats	60 698	64 064	67 374	71 678	75 976
Régression					
Marge d'EBITDA anticipée dans le BP	3,6%	3,1%	4,2%	4,2%	4,9%
Multiple issu de la régression	0,11 x	0,15 x	0,15 x	0,15 x	0,22 x
VE	6 782	9 439	10 184	10 902	16 486

en K€	EBITDA				
	2015	2016	2017	2018	2019
Agrégats	2 172	1 970	2 827	3 015	3 696
Régression					
Marge d'EBITDA anticipée dans le BP	3,6%	3,1%	4,2%	4,2%	4,9%
TMVA 2014-2018 du CA	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
Multiple issu de la régression	7,59 x	6,48 x	5,09 x	5,09 x	5,24 x
VE	16 481	12 771	14 387	15 347	19 385

en K€	EBIT				
	2015	2016	2017	2018	2019
Agrégats	756	1 010	1 927	2 114	2 765
Régression					
Marge d'EBIT anticipée dans le BP	1,2%	1,6%	2,9%	2,9%	3,6%
TMVA 2014-2018 du CA	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x	0,1 x
Multiple issu de la régression	7,73 x	6,56 x	4,23 x	4,32 x	5,04 x
VE	5 844	6 626	8 140	9 131	13 936

Sur la base de ces éléments et en ne retenant que le multiple de VE/EBITDA, le plus favorable aux minoritaires, la valeur des capitaux propres d'Ivalis s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 5,50 € et 6,72 € par action, avec une valeur centrale de 6,11 € par action, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Valeur des capitaux propres (K€)	Agrégats 2016-2017		
	Min	Centrale	Max
VE/CA (Régression)	9 439	9 812	10 184
VE/EBITDA (Régression)	12 771	13 579	14 387
VE/EBIT (Régression)	6 626	7 383	8 140
Valeur d'entreprise retenue	13 420	15 184	16 948
Position financière nette	(1 598,0)	(1 598,0)	(1 598,0)
Autres éléments	(3 898,7)	(3 898,7)	(3 898,7)
Valeur des capitaux propres	7 275	8 082	8 890
Nombre d'action (dilué)	1322,5	1322,5	1322,5
Valeur en € par action	5,50 €	6,11 €	6,72 €

Le prix d'Offre de 15,93 € ferait ressortir, dans ce cadre, une prime de 160,8 % sur la valeur centrale.

Nous ne pouvons cependant retenir cette méthode autrement qu'à titre indicatif. En effet, les marges 2016 et 2017, trop lourdement impactées par les charges liées au développement du groupe à l'international, biaisent le calcul et, malgré les ajustements statistiques auxquels nous avons eu recours, nous considérons que cette approche revient à projeter à l'infini une partie significative de cette situation transitoire.

4.4 Critères et méthodes retenus

4.4.1 EVALUATION PAR LES TRANSACTIONS COMPARABLES

Nous avons sélectionné un échantillon de cinq transactions portant sur des sociétés actives dans le secteur de l'externalisation de services aux entreprises et dont les marges d'EBITDA sont égales ou inférieures à celles de la société SIGMA lors de son rachat par Ivalis en 2013 (les caractéristiques des transactions sont décrites plus précisément en annexe 7.3).

Cette approche permet de contourner la difficulté apparue lors de la mise en œuvre de méthode des comparables boursiers, à savoir le biais induit par la comparaison des agrégats 2016 et 2017 du plan d'affaires d'Ivalis, point de départ d'un processus anticipé de retournement, avec les agrégats 2016 et 2017 de sociétés comparables en « régime de croisière ». Au cas présent, nous avons délibérément sélectionné des transactions concernant des sociétés dans la même configuration qu'Ivalis.

Il en ressort les multiples de CA et d'EBITDA suivants :

en K€	CA					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Agrégats	58 679	60 698	64 064	67 374	71 678	75 976
Echantillon global						
Multiple brut	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
VE	29 340	30 349	32 032	33 687	35 839	37 988
Rachat de SIGMA seul						
Multiple	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
VE	29 340	30 349	32 032	33 687	35 839	37 988

en K€	EBITDA					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Agrégats	1 890	2 172	1 970	2 827	3 015	3 696
Echantillon global						
Multiple brut	9,8 x	9,8 x	9,8 x	9,8 x	9,8 x	9,8 x
VE	18 520	21 284	19 308	27 706	29 542	36 220
Rachat de SIGMA seul						
Multiple	5,7 x	5,7 x	5,7 x	5,7 x	5,7 x	5,7 x
VE	10 772	12 379	11 230	16 115	17 183	21 067

Sur la base de ces éléments, et en ne retenant que les valeurs issues de l'échantillon complet, plus favorables aux minoritaires, la valeur des capitaux propres d'Ivalis s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 13,97 € et 19,09 € par action avec une valeur centrale de l'échantillon de 15,40 € par action, comme détaillé dans le tableau ci-après :

Valeur des capitaux propres (K€)	Echantillon (agrégats 2014-2017)			SIGMA (agrégats 2014-2017)		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	18 520	21 284	27 706	10 772	12 379	16 115
VE/CA	29 340	30 349	33 687	29 340	30 349	33 687
Valeur d'entreprise retenue	23 930	25 816	30 696	20 056	21 364	24 901
Position financière nette	(1 598)	(1 598)	(1 598)	(1 598)	(1 598)	(1 598)
Autres éléments	(3 901)	(3 901)	(3 901)	(3 901)	(3 901)	(3 901)
Valeur des capitaux propres	18 431	20 317	25 197	14 556	15 865	19 402
<i>Nombre d'action (dilué)</i>	<i>1322,87</i>	<i>1322,87</i>	<i>1322,87</i>	<i>1322,87</i>	<i>1322,87</i>	<i>1322,87</i>
Valeur en € par action	13,93 €	15,36 €	19,05 €	11,00 €	11,99 €	14,67 €

Le prix d'Offre de 15,93 € fait ainsi ressortir une prime de 14,3 % sur la valeur minimale, une prime de 3,7 % sur la valeur centrale et une décote de 16,4 % sur la valeur maximale.

S'agissant des transactions, il convient de relever que les opérations retenues portent sur une majorité du capital de la cible, par conséquent, les prix offerts à l'occasion de ces transactions intègrent très probablement une prime de contrôle ; ainsi, les multiples calculés auraient pu être décotés dans une fourchette large de 20 % à 40 %, conduisant au mieux à une valeur centrale de 12,80 €. Par ailleurs, le nombre de valeurs de l'échantillon est relativement modeste.

Nous ne retenons donc cette méthode qu'à titre secondaire.

4.4.2 EVALUATION PAR LA METHODE DES DCF

a) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2015-2019 du plan d'affaires décrit dans le paragraphe 3.3. Comme indiqué précédemment, nous considérons que ce plan, basé sur une approche « bottom-up », s'appuie sur un travail de rationalisation stratégique réalisé par le management et que son extension à un horizon total de dix années permet d'éviter l'écueil consistant à projeter à l'infini, dans certaines implantations, des taux de croissances et de marge qui n'auraient pas atteints une maturité suffisante.

L'actualisation des flux débute au 31 mars 2016. L'extension de l'horizon des flux jusqu'en 2025 permet de ramener la croissance attendue de l'activité à un taux de 3,8 % (contre 6,4 % attendu à fin 2019), niveau compatible avec le taux de croissance à l'infini retenu qui ressort à 1,5 %¹³.

De la même façon, l'allongement de l'horizon des prévisions permet au taux de marge d'EBITDA, anticipé à 4,86 % à fin mars 2020 de parvenir à un niveau de 7,11 %, cohérent avec la fourchette constatée pour les comparables boursiers.

L'incidence de ces différentes hypothèses est présentée en analyse de sensibilité.

b) Le taux d'actualisation et de capitalisation

¹³ Taux cohérent avec le niveau médian observé dans les notes d'offres des 6 derniers mois (1,55 %).



Selon nos calculs, le taux d'actualisation, qui correspond à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC), s'établit à 12,45 %. Il repose sur les paramètres suivants :

- un bêta hors dette de 0,95, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination, elle-même lissée sur trois mois, des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. § 4.2.3) ;
- la moyenne au 31 août 2016 sur 3 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant l'indice SBF120¹⁴, soit 8,21 % ;
- le rendement moyen sur 3 mois au 31 août 2016 de l'OAT TEC10¹⁵, soit 0,24 % ;
- une prime de taille de 3,65 % reflétant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne de l'échantillon de référence¹⁶ ;
- une prime spécifique de 1,50 % reflétant le risque de non réalisation du retournement prévu dans le plan d'affaires étendu à 2025¹⁷ ;
- un levier financier (dette financière nette / valeur des capitaux propres issue du DCF estimé par un processus itératif) égal à 35 %
- un coût de la dette cible de 7,8 % avant impôt, correspondant à la moyenne trois mois du rendement des obligations « corporate » libellées en euros des émetteurs notés CCC+ et B- pour les échéances supérieures à 5 ans¹⁸.

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2025, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash-flow de 1,5 % par an. Ce taux est cohérent avec ceux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la médiane s'établit à 1,55 %.

Compte-tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash-flow normatif s'établit à 10,95 % (12,45 % - 1,50 %).

¹⁴ Donnée calculée grâce à la méthodologie Fairness Finance.

¹⁵ Source « Agence France Trésor ».

¹⁶ Statistique calculée en utilisant la méthodologie Fairness Finance, soit une régression logarithmique des primes de risques individuelles composant un échantillon de plus de 1 200 valeurs européennes en fonction de leur capitalisation boursière.

¹⁷ Chiffre issu de la comparaison du montant moyen des primes spécifiques « pour non réalisation du business plan » appliquées par les experts indépendants depuis 2009, soit 1,5 %, et de l'impact sur le taux d'actualisation d'une erreur de prévision de 20,7 %, montant moyen observé sur les prévisions de chiffres d'affaires du business plan publié dans le cadre de la garantie de cours de 2009, soit 2,18 %. L'option la plus favorable aux minoritaires a été retenue.

¹⁸ Source Thomson-Reuters Eikon, combinaison du risque crédit modélisé de la Société (B-, source Fairness Finance) et de la note du principal concurrent d'Ivalis, RGIS, dégradée à CCC+ le 4 décembre dernier.

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

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie	13 963
Cash flow terminal	4 210
Valeur terminale	38 452
Valeur présente de la valeur terminale	12 613
Valeur d'entreprise	26 576
Position financière nette	(1 598)
Autres éléments	(3 901)
Valeur des capitaux propres	21 076
Nombre d'action (dilué)	1 323
Valeur en € par action	15,93 €

La valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF, après prise en compte de la dilution potentielle apportée par les ADP (cf. § 3.3), ressort à 15,93 € par action Ivalis. Le prix offert de 15,93 € par action n'offre ainsi pas de prime par rapport à cette valeur.

c) Analyses de sensibilité :

Nous avons développé plusieurs analyses de sensibilité afin de mesurer l'incidence sur la valeur des principaux paramètres d'évaluation notamment ceux dont le niveau actuel ou prévisionnel présente une incertitude. Il s'agit de :

- Taux d'actualisation / Taux de croissance à l'infini :

		CMPC				
		11,45%	11,95%	12,45%	12,95%	13,45%
g_{∞}	1,10%	17,93	16,69	15,57	14,54	13,60
	1,30%	18,16	16,89	15,75	14,70	13,74
	1,50%	18,40	17,11	15,93	14,86	13,89
	1,70%	18,65	17,33	16,12	15,03	14,04
	1,90%	18,92	17,55	16,32	15,21	14,19

- Taux de marge d'EBITDA en valeur terminale / Taux de surinvestissement en valeur terminale

		Taux de marge d'EBITDA à l' ∞				
		4,27%	5,69%	7,11%	8,53%	9,96%
Taux INV/DA ⁽¹⁾ à l' ∞	100,00%	11,38	13,70	16,02	18,34	20,66
	101,50%	11,33	13,66	15,98	18,30	20,62
	103,00%	11,29	13,61	15,93	18,25	20,57
	104,50%	11,25	13,57	15,89	18,21	20,53
	106,00%	11,20	13,52	15,84	18,16	20,49

(1) Ratio investissements sur dotation aux amortissements

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Swiss Life Banque Privée (ci-après la « Banque »).

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

Méthodes / Critères		BM&A			Swiss Life Banque Privée		
		Valeur par action			Valeur par action		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Approche intrinsèque							
Actualisation des flux de trésorerie anticipés		13,57 €	15,93 €	18,30 €	13,81 €	15,81 €	18,07 €
Approches analogiques							
Transactions comparables	Echantillon	13,93 €	15,36 €	19,05 €	9,83 €	12,17 €	15,43 €
	SIGMA(2013)	11,00 €	11,99 €	14,67 €	5,04 €	6,58 €	8,73 €
Comparables boursiers	Echantillon	5,50 €	6,11 €	6,72 €	7,80 €	8,50 €	9,55 €
Référence au cours de bourse							
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	32,00 €	32,78 €	33,30 €	32,00 €	32,78 €	33,30 €
	6 mois	32,85 €	33,00 €	33,30 €	32,85 €	33,00 €	33,30 €
	3 mois	32,95 €	33,11 €	33,30 €	32,95 €	33,11 €	33,30 €
	20 jours	33,20 €	33,23 €	33,30 €	33,20 €	33,23 €	33,30 €
	spot	33,30 €	33,30 €	33,30 €	33,30 €	33,30 €	33,30 €

En premier lieu, il convient de noter que la Banque et nous-mêmes avons mis en œuvre des références et méthodes d'évaluation identiques mais que les critères retenus à titre principal diffèrent. La mise en œuvre des méthodes d'évaluation, DCF et comparables, aboutit à des écarts entre nos travaux respectifs qui sont analysés dans les développements ci-après.

Comme pour nos travaux, la référence au cours de bourse est présentée à titre indicatif, mais non retenue car jugée non pertinente du fait de volumes insuffisants.

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 INSTRUMENTS A CARACTERE DILUTIF DONNANT ACCES AU CAPITAL SOCIAL

Si, comme nous, la Banque a choisi de ne pas retenir d'effet dilutif pour les BSA 1 et 3, nos points de vue divergent s'agissant des actions de préférence pour lesquelles nous avons retenu une dilution estimée de 12 489 titres alors que la Banque choisit l'option, plus prudente, d'ignorer leur potentiel dilutif.

5.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Les méthodes employées pour déterminer le passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des fonds propres s'accordent sur le point le plus important qu'est le lissage de saisonnalité de l'activité. Le léger écart constaté dans le montant final (5 499 K€ pour BM&A contre 5 544 K€ pour la Banque) s'explique principalement par une méthode de prise en compte des économies fiscales futures liées aux reports déficitaires différente :

- la Banque modélise la consommation des reports déficitaires existants au niveau consolidé sur quatre ans et actualise les économies fiscales induites au taux d'actualisation retenu dans le DCF avant de les intégrer



dans la trésorerie. Les reports déficitaires générés sur l’horizon du BP sont directement pris en comptes dans le flux de trésorerie actualisés dans le DCF. ;

- nous simulons l’imputation de l’intégralité des reports déficitaires (existants et futurs) pays par pays, sur l’horizon étendu du business plan. L’économie d’impôt résultante est directement intégrée au DCF. Seul le reliquat de reports déficitaires à l’issue du plan d’affaire est actualisé et retenu pour 50 %¹⁹ de sa valeur en trésorerie.

5.2 Méthode DCF

La mise en œuvre de cette méthode conduit à des résultats très proches mais les détails des calculs révèlent des écarts méthodologiques.

Nos travaux, comme ceux de la Banque, ont utilisé le plan d’affaires communiqué par le management de la Société, étendu son horizon de six années supplémentaires, débuté l’actualisation des flux au 1^{er} octobre 2016 et retenu un niveau de position financière nette au 31 mars 2016 très proche (cf. § 5.1.1). Le léger écart entre les nombres d’actions retenus est dû à la prise en compte, pour notre part, d’un effet dilutif potentiel des actions de préférence (cf. § 5.1.2). Au final, l’écart de 12 centimes d’euros par action constaté entre nos travaux et ceux de la Banque s’explique par une approche différente de la méthode sur deux points :

a) Estimation des flux de cash-flow libres :

S’il y a cohérence dans la méthode de construction des flux de cash-flow libre entre nos travaux et ceux de la Banque, les hypothèses retenues sont différentes :

- s’agissant du chiffre d’affaires, la Banque anticipe une convergence vers le niveau normatif plus rapide à partir de 2022 ce qui amène à un montant en valeur absolue prévu en 2025 inférieur au nôtre (96 M€ contre 103 M€ selon nos estimations) ;
- s’agissant du taux de marge d’EBITDA, nos hypothèses conduisent à un niveau légèrement supérieur en moyenne sur l’horizon du plan (5,50 % contre 5,36 % pour la Banque). Les prévisions retenues par la Banque se caractérisent cependant par une accélération de la croissance des marges qui conduit à un taux de marge final à horizon 2025 de 7,61 % pour la Banque contre 7,11 % pour nos travaux ;
- la Banque s’est appuyée sur les investissements historiques pour déterminer le niveau des investissements futurs alors que nous avons extrapolé les investissements à partir des dotations aux amortissements prévues par le management dans son plan d’affaire, de la durée théorique d’amortissement et de la croissance de l’activité. Du fait du niveau significativement inférieur des dotations aux amortissements prévues dans le plan par rapport au niveau historique, la Banque anticipe de niveaux d’investissement nettement supérieurs à ceux retenus dans nos travaux. Cet effet est compensé par des estimations de dotation aux amortissements cohérentes avec le niveau d’investissement. Il en résulte un écart investissements/amortissements nettement supérieur au nôtre sur les premières années du BP mais qui devient inférieur sur la seconde moitié de l’horizon pour tendre vers une égalité en normatif. Nous retenons, pour notre part, un léger surinvestissement à l’infini (3 %).
- les taux d’imposition normatifs retenus sont quasi identiques (30,4 % dans le cas de la Banque contre 30,9 % pour nos travaux).
- Au final, les anticipations de flux retenus par la Banque ressortent plus conservatrices que celles de nos travaux.

¹⁹ Ce reliquat étant consommé sur un horizon non couvert par le plan d’affaire, nous en avons réduit sa valeur afin de simuler le processus d’actualisation sur les années post 2025.

b) Détermination du taux d'actualisation :

Les deux évaluations se basent sur un Wacc. Les hypothèses sous-tendant sa construction diffèrent principalement sur les points suivants :

- contrairement à la Banque, nous retenons, en plus de la prime spécifique de taille, une prime supplémentaire pour prendre en compte le risque de non réalisation du BP ;
- la Banque base le calcul de son coût de la dette sur le rapport des frais financiers et de l'endettement inscrits dans les comptes au 31 mars 2015 et 2016 alors que nous retenons un taux moyen « corporate » long terme constaté sur les marchés pour les émetteurs notés CCC+ et B-.

Au final, la Banque estime le coût moyen pondéré du capital d'Ivalis à 11,02 %, niveau inférieur à celui déterminé par nos soins (12,45 %). Cet écart apparaît justifié par des flux plus conservateurs retenus par la Banque qui permettent de ne pas tenir compte du risque de non réalisation du plan d'affaires.

5.3 Méthode des comparables boursiers

La différence la plus notable entre nos travaux et ceux de la Banque se situe dans le fait que nous ne retenons pas à titre principal la méthode des comparables boursiers, du fait de l'extrême faiblesse des agrégats de marge prévus en 2016 et 2017 dans le plan d'affaires.

Les deux évaluations privilégient le multiple de VE/EBITDA, mais la Banque intègre dans son calcul le multiple du dernier exercice clos, ce que nous n'avons pas fait.

L'échantillon de comparables retenu par Swiss Life Banque Privée se compose de 11 sociétés sélectionnées sur des critères d'activité, de taille et de marges. Elle retient notamment Ajis et Christie, les deux seules sociétés cotées ayant une activité identique à Ivalis. Nous avons préféré opter pour un échantillon plus resserré de 7 valeurs comprenant Christie mais pas Ajis du fait l'absence de prévisions pour cette valeur.

Nos approches sont méthodologiquement différentes avec le calcul d'un multiple médian dans le cas de la Banque, et une approche par régression multiple pour nos travaux.

5.4 Méthode des transactions comparables

Les différences entre la valeur d'entreprise calculée par la Banque et la nôtre s'expliquent par la méthode de sélection des transactions et les agrégats retenus.

a) Echantillons retenus :

La Banque retient deux échantillons de référence :

- un échantillon de neuf transactions ayant eu lieu de mars 2014 à septembre 2016, dans le secteur de l'externalisation de services aux entreprises pour lesquels une importante main d'œuvre est nécessaire ;
- le rachat de la société SIGMA par Ivalis en 2013.

Pour notre part, nous avons préféré ne retenir qu'un échantillon de cinq transactions, y compris SIGMA, étant intervenues entre juin 2013 et avril 2016, également issues du secteur de l'externalisation de services aux entreprises, mais pour lesquelles le taux de marge de la cible ne dépassait pas celui de SIGMA lors de son rachat par Ivalis. En dehors de SIGMA et de Gategroup Holding AG, il n'y a pas de recoupement entre notre échantillon et celui de la Banque.

b) Agrégats retenus :

En cohérence avec la méthode de comparables boursiers, la Banque utilise un multiple de VE/EBITDA dans ses travaux. L'approche différente que nous avons retenue dans notre échantillonnage nous permet de retenir à la fois le multiple de VE/EBITDA et celui de VE/CA.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Ivalis SA auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 15,93 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) vs Offre	Valeur des capitaux propres	Valeur d'entreprise	Ebitda	
		basse	centrale	haute				N	N+1
Approche intrinsèque									
Actualisation des flux de trésorerie anticipés ⁽¹⁾		13,57 €	15,93 €	18,30 €	0,0%	21 076	26 576	12,2x	13,5x
Approches analogiques									
Transactions comparables ⁽²⁾ (VE/EBITDA et VE/CA)	Agrégats 2014-2017	13,93 €	15,36 €	19,05 €	3,7%	20 317	25 816	11,9x	11,9x
	SIGMA (2013)	11,00 €	11,99 €	14,67 €	32,8%	15 865	21 364	9,8x	9,8x
Comparables boursiers ⁽³⁾ (VE/EBITDA)	Agrégats 2016-2017	5,50 €	6,11 €	6,72 €	160,8%	8 080	13 579	6,3x	6,3x
Référence au cours de bourse									
Cours de bourse ⁽³⁾ (cours moyen pondéré)	12 mois	32,00 €	32,78 €	33,30 €	-51,4%	42 949	48 448	22,3x	22,3x
	6 mois	32,85 €	33,00 €	33,30 €	-51,7%	43 238	48 737	22,4x	22,4x
	3 mois	32,95 €	33,11 €	33,30 €	-51,9%	43 384	48 883	22,5x	22,5x
	20 jours	33,20 €	33,23 €	33,30 €	-52,1%	43 544	49 043	22,6x	22,6x
	spot	33,30 €	33,30 €	33,30 €	-52,2%	43 636	49 135	22,6x	22,6x

(1) Critère retenu à titre principal.

(2) Critère retenu à titre secondaire.

(3) Pour information.

De notre point de vue, l'évaluation de l'action Ivalis SA se caractérise essentiellement par une absence de valorisation fiable du titre par le marché boursier et par un plan d'affaires pénalisé, à court et moyen terme, par les charges liées au développement à l'international.

En conséquence, nous avons retenu à titre principal la méthode DCF qui, grâce à un horizon étendu à 2025, permet d'intégrer dans la valeur le bénéfice du développement à l'étranger qui pèse aujourd'hui sur les marges. A titre secondaire, nous avons retenu la méthode des transactions comparables sur la base d'un échantillon resserré de sociétés du secteur extériorisant des niveaux de marge du même ordre de grandeur que ceux d'Ivalis aujourd'hui.

- La méthode des comparables boursiers n'a été mise en œuvre qu'à titre indicatif, le niveau de marge de l'échantillon de référence, nettement supérieur à celui prévu pour la Société en 2016 et 2017, n'étant atteint qu'à l'issue du plan d'affaire étendu, soit 2025. L'application stricte de cette méthode revient donc à projeter à l'infini une situation transitoire.
- Finalement, la notion de marché actif étant un prérequis à toute valorisation boursière, nous n'avons pas retenu le cours de l'actions Ivalis en tant que critère d'évaluation compte tenu de l'absence d'échanges significatifs autres que ceux contractuellement produits par le contrat de liquidité.



Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est donc que le prix de 15,93 € par action Ivalis SA proposé est équitable d'un point de vue financier dans le cadre d'une Offre procurant aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres.

Fait à Paris, le 7 octobre 2016

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Eric Blache

Associés

7. ANNEXES

7.1 Présentation synthétique des sociétés retenues dans l'échantillon de comparables boursiers

Société	Devise de référence ⁽¹⁾	Clôture annuelle	CA (en M€)					TMVA 14-18
			2014	2015	2016	2017	2018	
Catering International & Services SA	EUR	31-déc.-15	284,7	272,0	248,5	260,3	284,7	0,0%
Teleperformance SE	EUR	31-déc.-15	2 758,0	3 398,0	3 603,8	4 192,4	4 442,4	12,7%
Convergys Corp	EUR	31-déc.-15	2 505,9	2 678,2	2 675,8	2 823,6	2 861,1	3,4%
TeleTech Holdings Inc	EUR	31-déc.-15	1 093,0	1 158,8	1 152,8	1 207,6	1 221,4	2,8%
Christie Group plc	EUR	31-déc.-15	84,2	79,8	81,6	95,3	87,5	1,0%
Rentokil Initial PLC	EUR	31-déc.-15	2 400,1	2 228,4	2 420,2	2 603,8	2 714,8	3,1%
Lassila & Tikanoja Oyj	EUR	31-déc.-15	639,7	646,3	659,2	675,2	695,6	2,1%

Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

(1) Données converties en €

Société	EBITDA (en M€)					Marge d'EBITDA				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Catering International & Services SA	21,0	14,1	12,0	14,9	16,3	7,4%	5,2%	4,8%	5,7%	5,7%
Teleperformance SE	361,0	492,0	537,3	695,7	740,2	13,1%	14,5%	14,9%	16,6%	16,7%
Convergys Corp	313,2	340,4	351,5	375,0	381,0	12,5%	12,7%	13,1%	13,3%	13,3%
TeleTech Holdings Inc	143,2	156,0	157,6	166,8	169,2	13,1%	13,5%	13,7%	13,8%	13,8%
Christie Group plc	-	5,4	3,6	6,0	4,8	0,0%	6,8%	4,4%	6,3%	5,5%
Rentokil Initial PLC	614,9	513,8	543,1	592,0	628,5	25,6%	23,1%	22,4%	22,7%	23,2%
Lassila & Tikanoja Oyj	94,0	89,9	91,7	96,2	99,3	14,7%	13,9%	13,9%	14,2%	14,3%

Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

Société	EBIT (en M€)					Marge d'EBIT				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Catering International & Services SA	17,9	10,6	8,1	10,9	13,5	6,3%	3,9%	3,3%	4,2%	4,7%
Teleperformance SE	237,0	308,0	372,9	505,1	549,6	8,6%	9,1%	10,3%	12,0%	12,4%
Convergys Corp	206,4	228,6	236,0	242,4	244,0	8,2%	8,5%	8,8%	8,6%	8,5%
TeleTech Holdings Inc	93,4	90,1	96,5	106,4	109,0	8,5%	7,8%	8,4%	8,8%	8,9%
Christie Group plc	5,1	4,7	2,4	4,8	6,0	6,1%	5,9%	2,9%	5,0%	6,8%
Rentokil Initial PLC	343,4	295,1	310,0	347,5	374,1	14,3%	13,2%	12,8%	13,3%	13,8%
Lassila & Tikanoja Oyj	53,8	49,9	52,0	55,7	58,4	8,4%	7,7%	7,9%	8,2%	8,4%

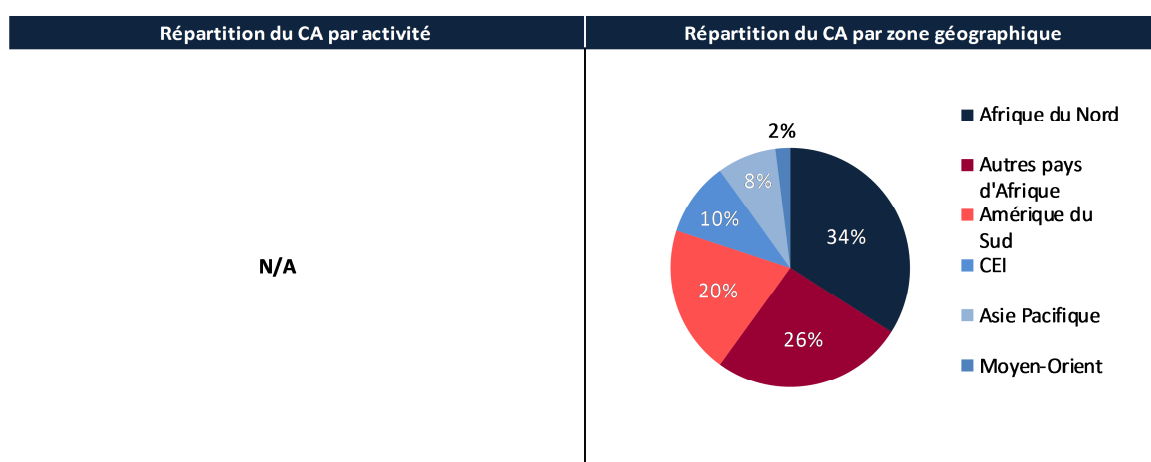
Source : Thomson Reuters et consensus des analystes financiers

7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers



Catering International & Services

Fondée en 1993, Catering International & Services est une société spécialisée dans les prestations de restauration, d'hôtellerie, de logistique et de facilities management. Le groupe est présent dans 40 pays à travers 170 sites d'opérations et compte 12 000 salariés.

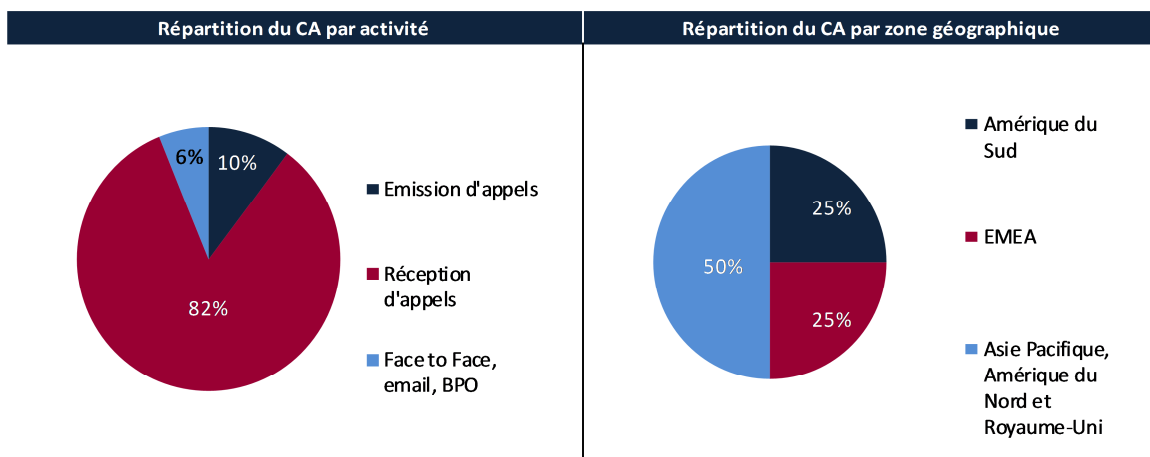


Données financières (en M€)				
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	272	248	260	285
EBIT	11	8	11	14
En % du chiffre d'affaires	3,9%	3,3%	4,2%	4,7%
Capitalisation boursière	106			
Valeur d'entreprise	79			
VE/CA ⁽¹⁾	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
VE/EBIT ⁽¹⁾	7,4x	9,7x	7,3x	5,8x

(1) Multiples non calendarisés.

Crée en 1978, le groupe Teleperformance est spécialisé dans l'externalisation de centres de contacts dédiés à la gestion de la relation client. Le groupe se concentre sur quatre activités : prestations de services d'information aux clients, prestations d'assistance technique, acquisition de clients et prestations de recouvrement des créances.

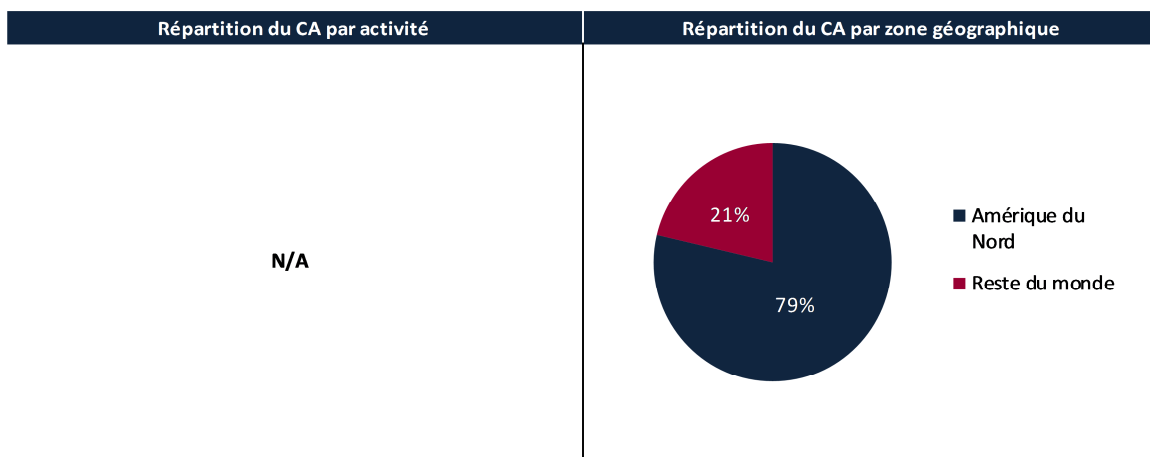
Au 31 décembre 2015, le groupe dispose de 311 centres de contacts répartis dans 65 pays. Le nombre d'employés s'élève à 10 175 à fin 2015.


Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	3 398	3 604	4 192	4 442
EBIT	308	373	505	550
En % du chiffre d'affaires	9,1%	10,3%	12,0%	12,4%
Capitalisation boursière	4 993			
Valeur d'entreprise	5 452			
VE/CA ⁽¹⁾	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x
VE/EBIT ⁽¹⁾	17,7x	14,6x	10,8x	9,9x

(1) Multiples non calendarisés.

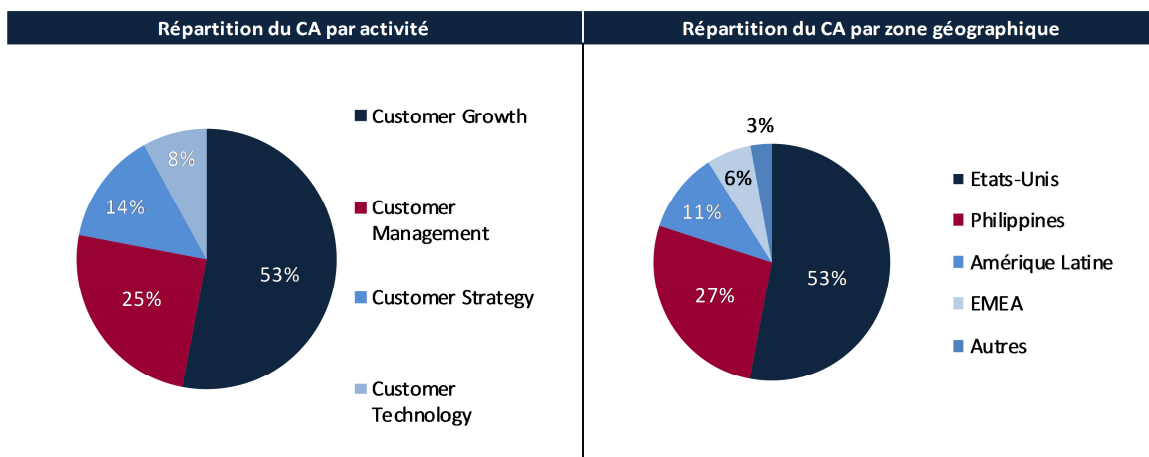
Etablie en 1998 et basée à Cincinnati aux Etats-Unis, la société Convergys est spécialisée dans l'externalisation de la relation clients. Présent dans plus de 75 pays, le groupe compte plus de 75 000 collaborateurs à travers 85 centres clientèles.



Données financières (en M€)				
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	2 678	2 676	2 824	2 861
EBIT	229	236	242	244
En % du chiffre d'affaires	8,5%	8,8%	8,6%	8,5%
Capitalisation boursière	2 651			
Valeur d'entreprise	2 835			
VE/CA ⁽¹⁾	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x
VE/EBIT ⁽¹⁾	12,4x	12,0x	11,7x	11,6x

(1) Multiples non calendarisés.

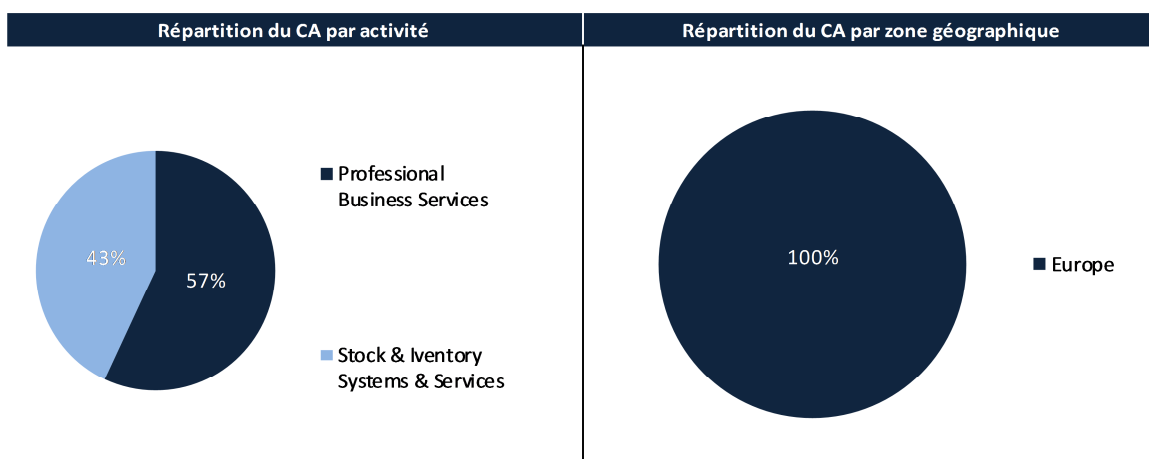
Crée en 1982, Teletch Holdings est spécialisé dans l'externalisation de centres de contacts dédiés à la gestion de la relation client. Présent dans plus de 24 pays, le groupe compte plus de 44 000 collaborateurs à travers 67 centres clientèles.



Données financières (en M€)				
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	1 159	1 153	1 208	1 221
EBIT	90	97	106	109
En % du chiffre d'affaires	7,8%	8,4%	8,8%	8,9%
Capitalisation boursière	1 253			
Valeur d'entreprise	1 314			
VE/CA ⁽¹⁾	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
VE/EBIT ⁽¹⁾	14,6x	13,6x	12,3x	12,1x

(1) Multiples non calendarisés.

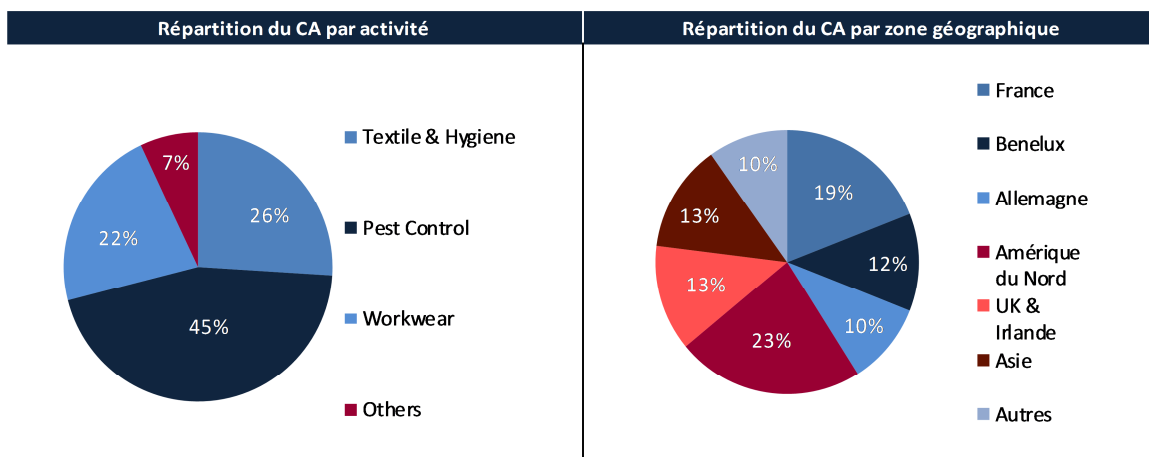
Basée au Royaume-Uni, Christie Group intervient sur un large panel de services depuis l'expertise, l'évaluation, la transaction, le conseil, la recherche de financement, l'assurance, la mise en place d'outils de pilotages informatiques et l'optimisation des stocks. Présent dans une dizaine de pays, le groupe compte plus de 3 500 collaborateurs à travers 46 bureaux.


Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	79,8	82	95	88
EBIT	5	2	5	6
En % du chiffre d'affaires	5,9%	2,9%	5,0%	6,8%
Capitalisation boursière	25			
Valeur d'entreprise	40			
VE/CA ⁽¹⁾	0,5x	0,5x	0,4x	0,5x
VE/EBIT ⁽¹⁾	8,5x	16,7x	8,4x	6,7x

(1) Multiples non calendarisés.

Fondée en 1924 et basée à Londres, Rentokil Initial est une société spécialisée dans les services d'hygiène pour les entreprises et les administrations. Le groupe se concentre sur trois activités : la distribution de produits d'hygiène sanitaire, de dératisation et de désinsectisation, les prestations de nettoyage et de restauration ainsi que les prestations de sécurisation de bâtiments et de personnes. La Société emploie environ 27 000 personnes et opère dans plus de 60 pays.

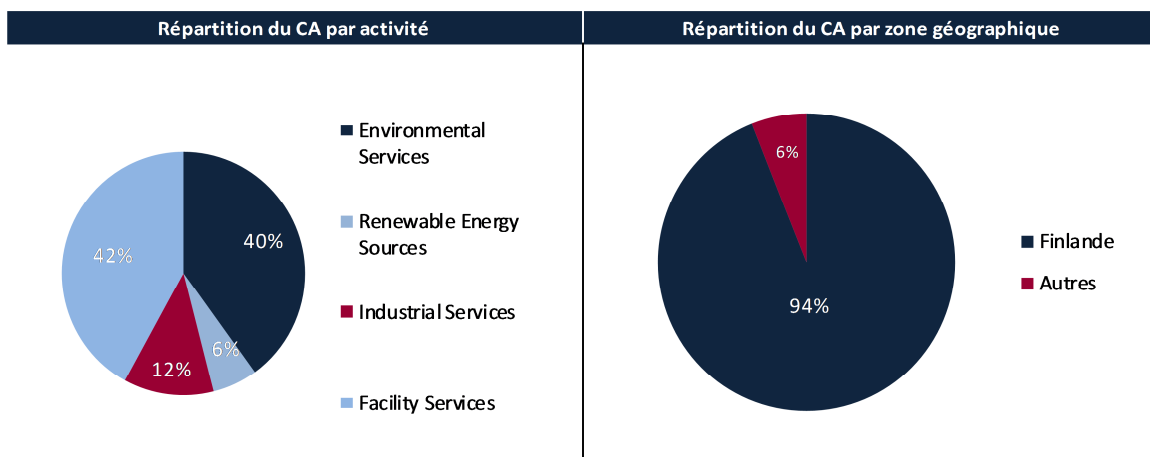

Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	2 228	2 420	2 604	2 715
EBIT	295	310	347	374
En % du chiffre d'affaires	13,2%	12,8%	13,3%	13,8%
Capitalisation boursière	4 679			
Valeur d'entreprise	5 500			

VE/CA ⁽¹⁾	2,5x	2,3x	2,1x	2,0x
VE/EBIT ⁽¹⁾	18,6x	17,7x	15,8x	14,7x

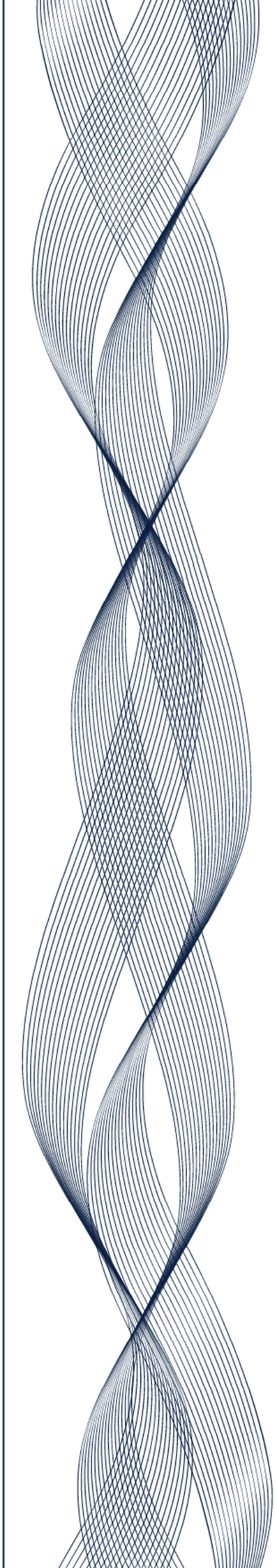
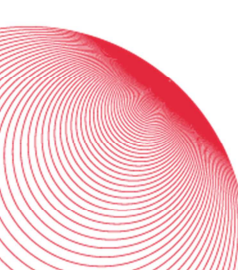
(1) Multiples non calendarisés.

Fondée en 1905 et basée en Finlande, la société Lassila & Tikanoja propose des prestations dans la gestion de problématiques environnementales : gestion de déchets et services de recyclage, prestations de nettoyage, traitement des eaux usées, services de réparation et d'entretien de systèmes techniques etc. La société emploie plus de 8 000 personnes en Finlande, en Suède et en Russie.



Données financières (en M€)				
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	646	659	675	696
EBIT	50	52	56	58
En % du chiffre d'affaires	7,7%	7,9%	8,2%	8,4%
Capitalisation boursière	661			
Valeur d'entreprise	764			
VE/CA ⁽¹⁾	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
VE/EBIT ⁽¹⁾	15,3x	14,7x	13,7x	13,1x

(1) Multiples non calendarisés.



BMA

Advisory & Support

• 11, rue de Laborde • 75008 Paris • tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 • fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •

Société d'expertise comptable • www.bma-paris.com •

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € • RCS Paris 513 273 763