

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT

LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ PHENIX SYSTEMS

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



PRÉSENTÉE PAR

ALANTRA

PROJET DE NOTE D'INFORMATION



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 10 novembre 2016, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Phenix Systems (www.phenix-systems.com) et peut être obtenu sans frais auprès de la société Phenix Systems, Parc Européen d'Entreprises, rue Richard Wagner, 63200 Riom.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Phenix Systems seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Un communiqué sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans un quotidien financier pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIÈRES

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2	CONTEXTE DE L'OFFRE	3
2.1	Contexte de l'Offre	3
2.2	Motifs de l'Offre	3
2.3	Composition des organes sociaux et de directions.....	4
3	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	4
4	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	5
5	INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	5
5.1	Structure et répartition du capital de la Société	5
5.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	5
5.3	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	5
5.4	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés.....	5
5.5	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	6
	La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.	6
5.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts.....	6
5.7	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	6
5.8	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salaires s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	6
6	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	6
7	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	58
8	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	58

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 235-2 et 237-14 du règlement général de l'AMF, 3D Systems Europe Limited, société enregistrée au Royaume-Uni sous le numéro 4192467 et ayant son siège à Mark House, Mark Road, Hemel Hempstead, Hertfordshire, HP2 7UA (« **3D Systems** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Phenix Systems, société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 156 023 euros divisé en 1 156 023 actions d'1 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis au Parc Européen d'Entreprises, rue Richard Wagner, 63200 Riom, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont-Ferrand sous le numéro 432 209 617 (« **Phenix Systems** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext Paris d'Euronext Paris sous le code ISIN FR 0011065242, mnémonique ALPHX, d'acquérir la totalité de leurs actions Phenix Systems au prix unitaire de 58 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** ») suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Initiateur détient à ce jour directement 1 089 974 actions Phenix Systems, représentant 94,29% du capital et 97,40% des droits de vote de Phenix Systems. Par ailleurs, le nombre d'actions auto-détenues s'élève à 9 121 et représente 0,79% du capital.

L'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre.

L'Offre est présentée par Alantra Capital Markets¹ (ci-après « **Alantra** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

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

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

2 CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

L'initiateur a déposé le 10 novembre 2016 un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur la totalité des Actions non-détenues par lui.

L'Offre sera réalisée suivant la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détenant la majorité du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

2.2 Motifs de l'Offre

L'offre est basée sur une volonté de simplification de la structure et de la gestion de Phenix Systems. De plus, Phenix Systems ne dégageant plus de résultat d'exploitation positif, une réflexion a été entamée sur les moyens lui permettant de réduire ses pertes et d'optimiser sa structure de coûts.

Par ailleurs, compte-tenu du faible flottant de l'action Phenix Systems ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, l'Initiateur a l'intention dans le cas où les actionnaires minoritaires de Phenix Systems ne représenteraient, à l'issue de l'Offre, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Phenix Systems, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, conformément à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 58 euros par action, égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais.

¹ Anciennement dénommée Nmas1 Capital Markets

2.3 Composition des organes sociaux et de directions

Le Conseil d'Administration de Phenix Systems est composé à ce jour d'Andrew Johnson en qualité de Président du Conseil d'Administration, Ziad Abou Jaoude administrateur et de Mark Wright administrateur. Ziad Abou Jaoude est Directeur Général et Kevin McAlea Directeur Général Délégué.

3 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 9 novembre 2016 pour examiner le projet d'Offre initié par 3D Systems visant les titres de la Société et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF.

Etaient présents ou représentés Andrew Johnson et Ziad Abou Jaoude.

Le Conseil d'Administration a pris connaissance de l'Offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après ensemble avec l'Offre l'« **Opération** ») initiée par la société 3D Systems et présentée par Alantra, sur les actions de la société Phenix Systems.

Le Conseil d'Administration a également pris connaissance :

- du projet de note d'information présentant les conditions et modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire et les principales caractéristiques de l'Initiateur établi par l'Initiateur, qui comporte, notamment, les motifs et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- du rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération ; et
- du projet de note en réponse à émettre par la Société.

Dans ce cadre, le Conseil d'Administration a relevé que :

- (i) l'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems non détenues, à la date du dépôt de l'Offre, par l'Initiateur, en ce compris les 9 121 actions auto-détenues par la Société;
- (ii) le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'Opération est de 58 euros par action ;
- (iii) le prix de 58 euros par action extériorise une prime de 26,5% sur le cours moyen pondéré 20 jours, de 27,0% sur le cours moyen pondéré 60 jours, de 24,0% sur le cours moyen pondéré 120 jours et de 7,7% sur le cours moyen pondéré 250 jours au 7 octobre 2016 ;
- (iv) l'expert indépendant a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation des actions Phenix Systems et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet de note d'information, a conclu au caractère équitable pour les actionnaires de Phenix Systems, du prix de 58 euros par action proposé par l'Initiateur ;
- (v) l'Offre est basée sur une volonté de simplification de la structure et de la gestion de la Société. Ainsi, l'Initiateur n'anticipe pas d'impact négatif sur la politique d'emploi de Phenix Systems.

En conséquence, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, a conclu que :

- les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, sont équitables pour les actionnaires de Phenix Systems, les évaluations réalisées par la société Alantra, conseil de l'Initiateur, et par l'expert indépendant, faisant apparaître que les conditions de l'Offre et du Retrait Obligatoire assurent aux actionnaires minoritaires Phenix Systems une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et
- le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire sont conformes à l'intérêt de Phenix Systems, de ses actionnaires et de ses salariés.

En outre, dans la mesure où l'Opération représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de Phenix Systems de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, approuve le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire qui sera initié par l'Initiateur et recommande aux actionnaires de Phenix Systems d'apporter leurs actions à l'Offre.

Enfin, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et à l'unanimité des membres présents et représentés, approuve le projet de note en réponse de la Société.

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

L'Initiateur n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5 INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

5.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société est fixé à 1 156 023 euros. Il est divisé en 1 156 023 actions ordinaires, entièrement libérées et de même catégorie.

À la connaissance de l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de Phenix Systems sont répartis comme suit à la date de la présente note en réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote réels	En % des droits de vote réels	Nombre de droits de vote théoriques	En % des droits de vote théoriques ²
3D Systems	1 089 974	94,29%	2 169 319	97,40%	2 169 319	97,00%
Actions auto-détenues	9 121	0,79%	0	0,00%	9 121	0,41%
Flottant	56 928	4,92%	57 944	2,60%	57 944	2,59%
Total	1 156 023	100%	2 227 263	100%	2 236 384	100%

Source : Société

5.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

A la connaissance de la Société, à la date du dépôt du présent projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué à la section 5.1 ci-dessus.

5.4 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés

Néant.

² Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote conformément au 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

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

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

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

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

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

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

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

Néant.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le Conseil d'Administration de la Société a procédé le 13 octobre 2016, conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, à la désignation du cabinet HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire qui suivrait.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet HAF Audit & Conseil a rendu le rapport ci-après reproduit.



HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International

HAF Audit & Conseil
85, rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@horwath.fr
www.horwath.fr

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE
DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UNE
PROCEDURE DE RETRAIT OBLIGATOIRE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE PHENIX SYSTEMS
INITIEE PAR 3D SYSTEMS EUROPE LTD**

Siège social : 15 rue de la Baume - 75008 Paris
Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SARL au capital de 100 000 € - RCS Paris B 413 817 743 - Siret 41381774300060 - TVA Intracommunautaire FR 02 413 817 743

Audit | Commissariat aux comptes | Conseil | Expertise comptable

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération.....	2
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	2
1.1.1	Présentation de la société initiatrice.....	2
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre.....	2
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre.....	13
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	13
1.2.2	Termes de l'Offre.....	14
2	Présentation de l'expert indépendant.....	14
2.1	Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International.....	14
2.1.1	Présentation générale.....	14
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	15
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.....	16
2.3	Déclaration d'indépendance.....	16
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	17
2.5	Rémunération.....	17
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise.....	17
2.6.1	Programme de travail.....	17
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	19
2.6.3	Liste des personnes rencontrées.....	19
2.6.4	Informations utilisées.....	19
3	Éléments d'appréciation du prix proposé.....	20
3.1	Données structurant l'évaluation.....	20
3.1.1	Référentiel comptable.....	20
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	21
3.1.3	Dette nette ajustée.....	21
3.1.4	Business plan et périmètre.....	22
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	22
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	22
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).....	23
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	23
3.2.4	Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital.....	23
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	24
3.3.1	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow).....	24

3.3.2	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	31
3.4	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	34
3.4.1	Méthode du cours de bourse	34
3.4.2	Méthode des transactions comparables	38
4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	42
4.1	Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions	42
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées :	42
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues :	42
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	47

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Phenix Systems le 13 octobre 2016 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE
PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UNE PROCEDURE DE
RETRAIT OBLIGATOIRE PORTANT SUR LES ACTIONS DE PHENIX
SYSTEMS INITIEE PAR 3D SYSTEMS EUROPE LTD**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « OPAS »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Phenix Systems (ci-après « Phenix Systems »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'initiateur qui détient environ 94,29% du capital social et 97,40% des droits de vote ayant des représentants au Conseil d'Administration de la cible, et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Phenix Systems dans le cadre de l'Offre s'établit à 58€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le management de la société Phenix Systems et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. 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.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société 3D Systems Europe Ltd, qui détient 94,29% du capital social et 97,40% des droits de vote de Phenix Systems, est une société enregistrée au Royaume-Uni sous le numéro 4192467 et dont le siège social se situe à Mark House, Mark Road, Hemel Hempstead, Hertfordshire, HP2 7UA, Royaume-Uni. 3D Systems Europe Ltd est contrôlée par le groupe 3D Systems.

Le groupe 3D Systems est un fournisseur leader de solutions d'impression 3D dont des imprimantes 3D, du matériel d'impression et de fabrication de pièces à la demande à l'intention de professionnels et des particuliers. La société fournit également des prestations de CAO, d'ingénierie inverse et des outils d'inspection et des imprimantes 3D pour les particuliers. Ses solutions intégrées remplacent et complètent les méthodes traditionnelles et réduisent le temps et le coût de conception de nouveaux produits par l'impression directe de pièces à partir de données numériques.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Phenix Systems est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 1.156.023 euros dont le siège social est situé au Parc Européen d'Entreprises, rue Richard Wagner, 63200 RIOM, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont-Ferrand, sous le numéro 432.209.617, et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0011065242.

1.1.2.1 Environnement économique

La fabrication additive (l'impression 3D) est un procédé de fabrication qui a commencé à se développer dans les années 80 et qui atteint actuellement un certain niveau de maturité qui lui permet d'être utilisé de manière rentable et fonctionnelle par les industriels. L'impression 3D est notamment utilisée pour la production de modèle, de prototype, d'outillage ou de composants de produits finaux. Les systèmes d'impression 3D utilisent un procédé de fabrication piloté par des modèles 3D conçus sur des logiciels CAO et CFAO ou obtenu via des scanners 3D. Les matériaux usuellement utilisés dans la fabrication additive sont le plastique, le métal, la céramique, le verre et les matériaux composites.

La fabrication additive métallique, représentant le positionnement de Phenix Systems dans le secteur de l'impression 3D, se base principalement sur deux technologies qui présentent des propriétés et des applications différentes :

- Le frittage laser sur lit de poudre (« *Laser Sintering / Melting* ») : un laser vient fondre une couche fine d'un matériau poudreux. Une seconde couche est ensuite déposée puis fondue. Le procédé est ensuite répété pour « imprimer » la pièce voulue

couche par couche. Les principaux acteurs du frittage/fusion laser sur lit de poudre sont Arcam, 3D Systems (incluant Phenix Systems), EOS et SLM Solutions.

- Le frittage laser par projection de poudre (« *Laser Metal Deposition* ») : un faisceau laser vient fondre la surface métallique de la pièce sur laquelle est simultanément projeté un jet de poudre. Cette poudre fond et forme une couche qui fusionne avec le substrat. Les principaux acteurs du frittage laser par projection de poudre sont BeAM, DMG Mori Seiki, Trumpf et Optomec.

Les secteurs industriels les plus demandeurs de ce type d'imprimantes 3D sont l'automobile, l'aérospatial, l'électronique et le secteur médical. Les avantages de l'impression 3D dans le domaine industriel sont notamment l'opportunité de fabriquer des formes très complexes avec des délais de fabrication intéressants pour des productions en petite série.

La rupture technologique apportée par la fabrication additive dans le domaine de la fabrication pousse le secteur industriel à augmenter la part d'investissements sur ce secteur prometteur. Cette nouvelle technologie permet de relever de nouveaux défis technologiques sans précédents. Cependant, de nombreux travaux de recherche sont encore à mener afin de perfectionner cette nouvelle technologie.

Les grands acteurs du secteur sont Stratasys (41,1% de part de marché), et 3D Systems (15,3% de part de marché incluant Phenix Systems). Les performances financières des deux groupes ont été inférieures aux attentes. 3D Systems et Stratasys ont signalé des incertitudes sur l'environnement économique en 2016, la concurrence étant devenue de plus en plus forte. Comme étudié dans la partie relative aux comparables boursiers, le consensus des analystes financiers anticipe une baisse des ventes de ces deux groupes sur l'exercice 2016. Par ailleurs, de grands groupes comme General Electric et Hewlett Packard ont montré aux marchés leur intérêt pour le secteur de l'impression 3D. General Electric est notamment en cours de réalisation de l'acquisition d'Arcam, un des acteurs principaux du frittage laser.

L'activité de l'impression 3D a réalisé une forte croissance depuis 2010 avec une croissance moyenne annuelle du secteur s'élevant à environ 30%. Cette croissance est à nuancer avec des signes de ralentissement en 2015 avec une baisse des volumes de machines industrielles vendues de 2,2%.

La demande pour les machines d'impression 3D de métal reste en croissance car cette technologie présente un véritable intérêt pour les industriels et leurs applications ne cessent de croître. Cette demande s'oriente cependant de plus en plus vers des machines capables de produire des pièces de plus grande taille et/ou dont le temps d'impression est plus court.

1.1.2.2 Historique du groupe Phenix Systems

Créée en 2000, Phenix Systems est née de la volonté de ses fondateurs, François Reymondet et Patrick Teulet, de déployer la technologie de frittage laser dans l'industrie. Ce procédé a été développé dans les années 90 par une équipe de recherche de l'Ecole Nationale Supérieure de Céramique Industrielle (ci-après « ENSCI »). Une licence exclusive a ainsi été obtenue par Phenix Systems pour l'utilisation du procédé initial de l'ENSCI, ce procédé étant protégé par deux brevets.

Fort d'un effort de R&D¹ important, Phenix Systems parvient rapidement à transformer le concept initial et à mettre en place un modèle de commercialisation des équipements à destination de l'industrie. La société connaît ainsi ses premiers succès commerciaux par le lancement des systèmes PM100 et PM250 au cours de la période 2003 – 2004.

Face à ces débuts de commercialisation prometteurs et compte tenu du potentiel applicatif de la technologie de frittage laser, Phenix Systems décide en 2005 de développer une offre intégrée et de diversifier sa gamme de produits.

En 2006, la société Sint-Tech, filiale à 100% de Phenix Systems, est créée. Son activité consiste à concevoir et à commercialiser des poudres pour le procédé Phenix Systems. Cette filiale permet à la société de se doter de matériaux de base conformes aux exigences des différents marchés cibles et donc d'élargir le potentiel applicatif des systèmes Phenix Systems. Forte de plusieurs certifications, Phenix Systems parvient ainsi à s'introduire sur le marché de la santé (prothèses dentaires).

En 2009-2010, Phenix Systems a renouvelé totalement sa gamme. La société propose ainsi des systèmes de capacités différentes, à des prix évolutifs et adaptés à ses marchés cibles.

En 2011, Phenix Systems s'introduit sur Alternext en levant 3,5m€. La société procède ensuite au rachat des deux brevets de l'ENSCI. La même année, la filiale AMT, basée à Chicago aux Etats-Unis, est créée afin de soutenir le développement commercial du groupe sur les marchés internationaux et notamment le marché américain.

Mi 2013, suite à la cession par les fondateurs, les investisseurs financiers (FCPI) et un dirigeant de Phenix Systems d'un bloc d'actions représentant au total 81% du capital, le groupe 3D Systems est devenu au travers de la 3D Systems Europe Ltd actionnaire majoritaire de Phenix Systems et a lancé dans la foulée une OPAS portant sur 18,18% des titres Phenix Systems au prix de 13€ par action.

Bénéficiant de son adossement au groupe 3D Systems depuis cette date, Phenix Systems a vu jusqu'à fin 2015 son activité croître fortement, en ayant plus que doublé son chiffre d'affaires entre 2013 et 2014, et sa marge opérationnelle augmenter significativement.

Suite à des problèmes de qualité sur les machines de grande taille, l'activité de Phenix Systems s'est ralentie en 2015 et a significativement chuté sur le premier semestre 2016. Par ailleurs, la société a réalisé des investissements importants dans le développement d'une machine de très grande taille (la ProX DMP 400) mais les caractéristiques économiques et commerciales de ce modèle ont orienté le groupe vers l'abandon partiel de ce projet.

1.1.2.3 Activité du groupe Phenix Systems

Phenix Systems est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de fabrication rapide par ajout de matière couche par couche. Les pièces sont réalisées directement à partir de leur représentation en trois dimensions issues de logiciels de Conception Assistée par Ordinateur (CAO). Chaque section représentative de la pièce est frittée laser en phase solide avec ou sans consolidation instantanée au point de fusion en fonction des matériaux utilisés. Ce procédé de fabrication, qui présente de

¹ R&D : Recherche et Développement

nombreux avantages vis-à-vis des méthodes de fabrication traditionnelles, dispose d'un champ d'applications étendu.

Phenix Systems mène un effort de recherche et développement continu. Le groupe possède plus d'une dizaine de brevets. Ce catalogue de brevets et le savoir-faire très particulier de Phenix Systems sur l'utilisation de poudres fines ont permis au groupe de devenir un acteur reconnu dans le domaine des équipements de production par ajout de matière. En effet, les avantages de la technologie de Phenix Systems dans la fabrication rapide de pièces métalliques ou en céramique sont les suivants :

- une meilleure qualité de la matière et des états de surface,
- une limitation du stress mécanique à l'intérieur de la pièce fabriquée,
- une augmentation de la finesse des détails,
- une réduction des supports de fabrication.

Les sources de revenu du groupe se répartissent comme suit :

- Systèmes et outils logiciels :
Cette activité consiste en la conception, fabrication et commercialisation des machines de production à proprement parler. Ces systèmes permettent de fabriquer des pièces fonctionnelles à partir de poudres métalliques ou céramiques. La gamme, composée de trois modèles (ProX DMP 300², ProX DMP 200³ et ProX DMP 100⁴), s'adresse principalement au marché industriel (pneumatique, aéronautique, horlogerie/bijouterie et énergie notamment), les modèles ProX DMP 200 et ProX DMP 100 pouvant également être configurés de manière à fabriquer des prothèses dentaires (ProX DMP 200 Dental et ProX DMP 100 Dental). Phenix Systems fabrique également un équipement auxiliaire (PX BOX) qui permet de reconditionner les poudres métalliques mises en œuvre par les systèmes de frittage laser commercialisés par Phenix Systems. Le prix unitaire des machines varie en fonction de leur taille et de leur capacité de production et est compris entre 150k€ (ProX DMP 100) et 500k€ (ProX DMP 300).

Complémentairement, Phenix Systems est actif sur la conception, le développement et la commercialisation de logiciels de FAO (Fabrication Assistée par Ordinateur) qui permettent la programmation et le pilotage du procédé de fabrication.

En 2015, les ventes de systèmes et outils logiciels intégrés ont représenté 79% du chiffre d'affaires consolidé de Phenix Systems.

- Matériaux :
Cette activité consiste en la conception et l'approvisionnement de poudres dont la fabrication est sous-traitée. Phenix Systems propose une gamme de poudres non propriétaires (métalliques et céramiques) permettant de réaliser des pièces à forte valeur ajoutée.
Bien que les matériaux soient nécessaires au fonctionnement des machines Phenix Systems, le positionnement de Phenix Systems repose sur l'utilisation de poudres non propriétaires. En effet, le client n'a pas l'obligation de passer par le groupe pour l'achat de sa poudre. Ce positionnement est censé permettre une meilleure pénétration de la technologie de Phenix Systems.

² Grand modèle

³ Modèle de taille intermédiaire

⁴ Petit modèle

Sur le secteur dentaire, l'exigence de certifications qualités confère au groupe une position dominante sur la fourniture de poudres spécifiques.

En 2015, les ventes de matériaux ont représenté 13% du chiffre d'affaires.

- Services :

Le groupe propose des services d'assistance technique, de mise en place des machines, de maintenance, de fourniture de pièces de rechange, de services de formation et d'assistance téléphonique.

En 2015, les ventes de prestations de services notamment la maintenance et la formation ont représenté 8% du chiffre d'affaires.

Grace à son positionnement et à sa technologie de pointe, le groupe a réussi à se développer à l'international. Ce développement à l'international s'est renforcé depuis l'arrivée de 3D Systems comme actionnaire majoritaire, Phenix Systems réalisant plus de la moitié de son chiffre d'affaires avec les différentes entités du groupe 3D Systems. Sur l'exercice 2015, les ventes à l'international ont représenté environ 82% du chiffre d'affaires du groupe dont 74% hors zone euro (notamment sur le marché américain et asiatique).

1.1.2.4 Performance financière historique 2013-2015

La société clôture ses comptes annuels et consolidés au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique de Phenix Systems des trois derniers exercices se présente comme suit :

Compte de résultat consolidé (12 mois)			
En k€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Chiffre d'affaires	10 193	26 372	26 298
<i>en % de croissance</i>	<i>168,1%</i>	<i>158,7%</i>	<i>-0,3%</i>
EBITDA¹	0	7 659	5 771
<i>en % du CA</i>	<i>0,0%</i>	<i>29,0%</i>	<i>21,9%</i>
Dotations aux amortissements	-860	-808	-1 071
<i>en % du CA</i>	<i>-8,4%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-4,1%</i>
Résultat d'exploitation (EBIT²)	-860	6 851	4 700
<i>en % du CA</i>	<i>-8,4%</i>	<i>26,0%</i>	<i>17,9%</i>
Résultat net	-354	4 935	3 615
<i>en % du CA</i>	<i>-3,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>13,7%</i>

Source : Rapport financier annuel Phenix Systems

¹ EBITDA : Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

² EBIT : Earnings Before Interests and Taxes

Chiffre d'affaires

Entre 2013 et 2015, la société a connu une période de croissance importante. Le taux de croissance moyen annuel de son chiffre d'affaires consolidé sur la période 2013 – 2015 ressort ainsi à environ 61%.

Phenix Systems a bénéficié de l'adossement au groupe 3D Systems depuis mi-2013 pour voir son chiffre d'affaires plus que doubler en 2014 pour s'élever à 26,4m€, la société réalisant à compter de 2014 plus de la moitié de son chiffre d'affaires avec les différentes entités du groupe 3D Systems.

Suite à cette forte croissance sur l'année 2014, le chiffre d'affaires est resté stable sur l'exercice 2015 (-0,3%). Cette stabilité s'explique d'une part par la concurrence accrue sur le marché et d'autre part par les problèmes de qualité qui sont apparus sur les imprimantes ProX DMP 300 ce qui a impacté les ventes dès le début du second semestre 2015.

Le chiffre d'affaires de Phenix Systems sur les trois dernières années se répartit comme suit :

En k€	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA	Var. 15/14 %	TCAM 15/13 (%)
Ventes de marchandises								
France	441	4,3%	388	1,5%	501	1,9%	29%	7%
Zone euro	151	1,5%	262	1,0%	263	1,0%	0%	32%
Hors zone euro	5 985	58,7%	2 391	9,1%	2 681	10,2%	12%	-33%
Total	6 577	64,5%	3 041	11,5%	3 446	13,1%	13%	-28%
Ventes de produits								
France	1 690	16,6%	2 601	9,9%	3 828	14,6%	47%	51%
Zone euro	1 295	12,7%	2 927	11,1%	1 590	6,0%	-46%	11%
Hors zone euro	282	2,8%	14 050	53,3%	15 406	58,6%	10%	639%
Total	3 267	32,1%	19 578	74,2%	20 824	79,2%	6%	152%
Prestations de services								
France	150	1,5%	410	1,6%	306	1,2%	-25%	43%
Zone euro	81	0,8%	195	0,7%	331	1,3%	70%	102%
Hors zone euro	118	1,2%	3 148	11,9%	1 391	5,3%	-56%	243%
Total	349	3,4%	3 753	14,2%	2 028	7,7%	-46%	141%
Total chiffre d'affaires	10 193	100,0%	26 372	100,0%	26 298	100,0%	0%	61%

Le chiffre d'affaires s'élève à 26,3m€ en 2015 contre 10,2m€ en 2013.

Il est à noter que jusqu'en 2013, le chiffre d'affaires de la filiale AMT se composait principalement de la vente de machines fabriquées par la société Phenix Systems. Aussi, l'élimination des opérations réciproques entre ces deux entités était portée sur la ligne « Vente de marchandises hors zone Euro ». A partir de 2014, le chiffre d'affaires de la filiale AMT se compose principalement de commissions facturées à 3D Systems en raison des ventes de machines sur le continent Nord-américain.

Les ventes de produits (systèmes et logiciels) et ventes de marchandises (poudre) qui représentent respectivement 79,2% et 13,1% du chiffre d'affaires en 2015 contre 74,2% et 11,5% en 2014 ont vu leur poids dans le chiffre d'affaires total augmenter au détriment des prestations de services (maintenance, assistance technique, etc.) qui représentent 7,7% du chiffre d'affaires total en 2015 contre 14,2% en 2014.

L'augmentation du chiffre d'affaires de la vente de produits sur la période observée (20,8m€ en 2015 contre 3,3m€ en 2013) s'explique principalement par l'arrivée de 3D Systems à la tête du groupe, ce qui a permis à la société de bénéficier des circuits de ventes du groupe 3D Systems dans le monde entier mais surtout sur les marchés américains et asiatiques (Japon notamment).

Le niveau de ventes de marchandises (poudres) est en partie dépendant de la base installée de machines. En 2014 et 2015, les ventes de poudre s'élèvent à 3,0m€ en 2014 et 3,5m€ en 2015 soit respectivement 12% et 13% du chiffre d'affaires total sur les deux périodes.

L'évolution du poids des ventes de poudre s'explique par l'évolution du poids de l'activité réalisé sur certains marchés dont la fabrication nécessite une quantité de poudre plus importante, tel que le marché des prothèses dentaires.

Les ventes de services consistent principalement en des prestations d'installation, d'extension de garantie, de maintenance et de formation. La hausse de l'activité services entre 2013 et 2015 résulte de l'accroissement du parc de machines installées chez les clients.

La hausse du chiffre d'affaires sur la période observée s'explique essentiellement, en synthèse, par la hausse du chiffre d'affaires issu de la vente de produits qui représente l'essentiel du chiffre d'affaires de Phenix Systems, en cohérence avec l'arrivée de 3D Systems à la tête de Phenix Systems en 2013 et les liens commerciaux existants depuis cette date entre ces deux groupes.

EBITDA

L'EBITDA a augmenté significativement entre 2013 et 2014 pour atteindre 7,7m€ (29,0% du chiffre d'affaires) en 2014, compte tenu de la croissance du chiffre d'affaires sur la période et de la maîtrise des charges de personnel en proportion du chiffre d'affaires.

En 2015, l'EBITDA s'est dégradé et s'élève à 5,8m€ (21,9% du chiffre d'affaires). Cette évolution résulte essentiellement de la hausse du coût des ventes et de la constatation de provisions d'exploitation en lien avec les problèmes de qualité qui sont apparus en 2015 sur les imprimantes ProX DMP 300.

Suite à l'acquisition majoritaire de Phenix Systems par 3D Systems en 2013, le groupe a poursuivi sa politique de développement qui s'est traduite par la hausse des effectifs qui sont passés de 45 fin 2013 à 66 fin 2015. La hausse observée en 2015 a eu pour effet de dégrader le taux de marge d'EBITDA, le chiffre d'affaires restant quasi stable de 2014 à 2015 (-0,3%).

La hausse du niveau d'EBITDA dans un premier temps en 2014 s'explique par la hausse du chiffre d'affaires qui a permis d'absorber la structure de coûts de Phenix Systems, sa baisse en 2015 s'expliquant par un chiffre d'affaires stable ne pouvant compenser la hausse du coût des ventes et des charges de personnel.

Résultat d'exploitation (EBIT)

L'EBIT s'élève à 6,9m€ (26,0% du chiffre d'affaires) en 2014 contre -0,9m€ (-8,4% du chiffre d'affaires) en 2013. Cette évolution est en ligne avec la hausse de l'EBITDA, les dotations aux amortissements s'établissant à 0,8m€ et restant stable en valeur absolue en 2014.

En 2015, l'EBIT diminue de 2,2m€ pour atteindre 4,7m€ (17,9% du chiffre d'affaires). Cette baisse est en corrélation avec celle de l'EBITDA, les dotations aux amortissements restant stables relativement au chiffre d'affaires.

L'évolution du niveau d'EBIT sur la période 2013-2015 est ainsi corrélée à celle de l'EBITDA.

Résultat net

Le résultat net fait apparaître une perte de 0,4m€ en 2013. A partir de 2014, la société a enregistré un bénéfice de 4,9m€ en 2014 puis 3,6m€ en 2015 (soit respectivement 18,7% et 13,7% du chiffre d'affaires).

L'évolution du résultat net découle des évolutions décrites précédemment mais également du montant de crédit impôt recherche (ci-après « CIR ») que Phenix Systems a généré. En effet, le groupe a réalisé historiquement des projets de recherche éligible au CIR. Celui-ci a permis d'atténuer légèrement les pertes d'exploitation.

1.1.2.5 Performance financière semestrielle juin 2015 - juin 2016

Le compte de résultat synthétique au 30 juin 2016 et au 30 juin 2015 se présente comme suit :

Compte de résultat consolidé (6 mois)		
En k€	30/06/2015	30/06/2016
Chiffre d'affaires	14 654	6 706
<i>en % de croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>-54,2%</i>
EBITDA	3 801	-2 009
<i>en % du C.A</i>	<i>25,9%</i>	<i>-13,7%</i>
Dotations aux amort. des immob.	-439	-563
<i>en % du C.A</i>	<i>-3,0%</i>	<i>-8,4%</i>
Dotations aux amort. et pour dépréciation des immob.*	0	-2 681
<i>en % du C.A</i>	<i>0,0%</i>	<i>-40,0%</i>
Résultat d'exploitation (EBIT)	3 362	-5 253
<i>en % du C.A</i>	<i>22,9%</i>	<i>-33,9%</i>
Résultat net	2 703	-3 613
<i>en % du C.A</i>	<i>18,4%</i>	<i>-53,9%</i>

Source : Rapport financier annuel Phenix Systems

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires s'élève à 6,7m€ au 30 juin 2016 et connaît une baisse de plus de 54% par rapport au premier semestre 2015. Cette baisse s'explique par les problèmes de qualité qui sont apparus au deuxième semestre 2015 sur les imprimantes ProX DMP 300 ce qui a fortement impacté le volume des ventes sur le premier semestre 2016.

Le chiffre d'affaires de Phenix Systems au 30 juin 2016 et au 30 juin 2015 se répartit comme suit :

En k€	30/06/2015	% du CA	30/06/2016	% du CA	Var. %
Ventes de marchandises					
France	201	1,4%	391	5,8%	95%
Zone euro	95	0,6%	124	1,8%	31%
Hors zone euro	1 104	7,5%	1 846	27,5%	67%
Total	1 401	9,6%	2 361	35,2%	69%
Ventes de produits					
France	1 468	10,0%	612	9,1%	-58%
Zone euro	407	2,8%	1 096	16,3%	169%
Hors zone euro	9 873	67,4%	1 805	26,9%	-82%
Total	11 748	80,2%	3 512	52,4%	-70%
Prestations de services					
France	177	1,2%	146	2,2%	-18%
Zone euro	127	0,9%	87	1,3%	-31%
Hors zone euro	1 202	8,2%	599	8,9%	-50%
Total	1 505	10,3%	833	12,4%	-45%
Total chiffre d'affaires	14 654	100,0%	6 706	100,0%	-54%

Le chiffre d'affaires s'élève à 6,7m€ au 30 juin 2016 contre 14,7m€ au 30 juin 2015.

Les ventes de produits (systèmes et logiciels) qui représentent 52,4% du chiffre d'affaires au 30 juin 2016 contre 80,2% au 30 juin 2015 ont connu une forte baisse sur la période en passant de 11,7m€ au premier semestre 2015 à 3,5m€ au premier semestre 2016.

La vente de produits a été marquée notamment par la chute des ventes sur les marchés américains et asiatiques (hors zone Euro) qui représentent 67,4% du chiffre d'affaires total au 30 juin 2015 contre 26,9% au 30 juin 2016.

En revanche, les ventes de marchandises (poudres) ont progressé au premier semestre 2016 par rapport au premier semestre 2015. Le chiffre d'affaires des ventes de marchandises a réalisé une hausse de 69% sur la période et s'élève à 2,4m€ au 30 juin 2016 contre 1,4m€ au 30 juin 2015.

Les ventes de prestations de services ont enregistré une baisse significative d'environ 45% sur la période observée passant de 1,5m€ au 30 juin 2015 à 0,8m€ au 30 juin 2016, ces ventes (notamment les services de mise en place de machines) étant impactées par la baisse du volume de machines vendues.

EBITDA

L'EBITDA se dégrade significativement au premier semestre 2016 et s'élève à -2,0m€ contre 3,8m€ au premier semestre 2015.

Cette baisse s'explique principalement par la chute du chiffre d'affaires au 30 juin 2016 qui n'a pas permis d'absorber les coûts fixes supportés par la société (charges de personnel notamment) mais également par la constatation de dotations aux provisions d'exploitation en lien avec la mise à niveau de filtres du parc de machines déjà vendues et la dépréciation du stock.

Résultat d'exploitation (EBIT)

Le résultat d'exploitation a fortement diminué durant la période observée et s'élève à -5,3m€ au 30 juin 2016 contre 3,4m€ au 30 juin 2015.

Sa baisse est encore plus importante que celle de l'EBITDA en raison de la dotation pour dépréciation des immobilisations constatée pour 2,7m€ au premier semestre 2016 suite à la décision d'arrêter le projet d'ingénierie de pièces de grande taille.

Résultat net

Le résultat net fait apparaître une perte de 3,6m€ au premier semestre 2016, son évolution par rapport au premier semestre 2015 découlant des éléments décrits précédemment.

1.1.2.6 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

En k€	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016
Immobilisations Incorporelles	2 264	2 446	2 545
Immobilisations Corporelles	1 322	4 792	2 081
Immobilisations Financières	74	74	74
Actif immobilisé	3 659	7 312	4 700
Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	8 309	13 815	12 806
Actif d'exploitation	11 968	21 126	17 506
Impôts différés nets	77	46	1 591
Capitaux employés - Actif économique	12 045	21 172	19 097
Capitaux Propres	8 963	12 793	9 128
Provisions	169	168	753
Comptes courants créditeurs	8 770	14 520	14 520
Dette financière	35	1	1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-5 046	-3 895	-5 305
Comptes courants débiteurs	-345	0	0
Prêt	0	-2 415	0
Dette financière nette	2 913	8 211	9 216
Capitaux investis	12 045	21 172	19 097

Source : Rapport financier semestriel au 30/06/2016 et rapport financier annuel au 31/12/2015

L'actif économique s'élève à 19,1m€ au 30 juin 2016 contre 12,0m€ fin 2014. L'accroissement de l'actif économique résulte essentiellement de la hausse observée entre 2014 et 2015, l'actif économique étant en légère diminution au 30 juin 2016.

L'actif immobilisé est essentiellement composé des frais de recherche et développement capitalisés ainsi que du matériel industriel nécessaire à la fabrication des machines.

L'année 2015 a en effet été marquée par des investissements incluant l'acquisition de matériels et outillages et par l'augmentation des immobilisations en cours (corporelles et

incorporelles) correspondant à l'activation de frais de développement relatifs au projet d'ingénierie de pièces de grande taille (ProX DMP 400).

Au 30 juin 2016, le montant des immobilisations en cours a été partiellement déprécié suite à l'arrêt du projet par la société, ce qui explique la baisse de l'actif immobilisé.

L'augmentation de l'actif économique du 31 décembre 2014 au 30 juin 2016 s'explique aussi par une augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (ci-après dénommée « BFR ») qui est analysé ci-après.

Les fonds propres s'élèvent à 9,1m€ au 30 juin 2016 contre 9,0m€ fin 2014. L'évolution des fonds propres en 2015 résulte du résultat bénéficiaire sur l'exercice 2014 qui n'a pas été distribué permettant aux fonds propres de Phenix Systems d'atteindre 12,8m€ fin 2015. La baisse des fonds propres au 30 juin 2016 est due au résultat déficitaire sur le premier semestre 2016 (-3,6m€).

La dette financière nette s'établit à 9,2m€ au 30 juin 2016 contre 2,9m€ fin 2014. Cette augmentation s'explique principalement par l'augmentation du montant de l'avance en compte-courant consentie par 3D Systems qui a permis le développement accéléré de la société. Cette avance s'élève à 14,2m€ au 30 juin 2016 contre 8,8m€ fin 2014. La dette financière auprès des établissements de crédit qui existait au 30 juin 2013 a été intégralement remboursée suite à la prise de participation majoritaire par 3D Systems.

Malgré un endettement auprès du groupe 3D Systems en hausse sur la période observée et des capitaux propres en baisse au 30 juin 2016 par rapport à fin 2015, la structure financière de la société Phenix Systems reste saine.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

En k€	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016*
Actif circulant			
Stocks	4 940	9 653	10 032
<i>En jours de C.A.</i>	<i>68 jours</i>	<i>134 jours</i>	<i>273 jours</i>
Clients et comptes rattachés	10 864	9 253	7 226
<i>En jours de C.A.</i>	<i>130 jours</i>	<i>128 jours</i>	<i>197 jours</i>
Créances d'impôts	608	383	1 262
<i>En jours de C.A.</i>	<i>8 jours</i>	<i>5 jours</i>	<i>34 jours</i>
Autres actifs courants	441	473	77
	16 853	19 763	18 598
Passif circulant			
Fournisseurs	5 419	3 480	3 007
<i>En jours de C.A.</i>	<i>75 jours</i>	<i>48 jours</i>	<i>82 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	2 164	1 600	800
<i>En jours de C.A.</i>	<i>30 jours</i>	<i>22 jours</i>	<i>22 jours</i>
Produits constatés d'avance	831	847	691
<i>En jours de C.A.</i>	<i>11 jours</i>	<i>12 jours</i>	<i>19 jours</i>
Autres passifs courants	132	20	1 293
<i>En jours de C.A.</i>	<i>2 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>33 jours</i>
Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	8 309	13 815	12 806
Chiffre d'affaires net*	26 372	26 298	6 706
BFR en jours de C.A.	115 jours	192 jours	349 jours
BFR en % du C.A.	32%	53%	95%

Sources : Rapport financier semestriel au 30/06/2016 et rapport financier annuel au 31/12/2015

* Le chiffre d'affaires au 30/06/2016 est un chiffre d'affaires sur une période de 6 mois

La société dégage structurellement un BFR relativement important sur la période observée. Ce besoin s'explique essentiellement par la longue durée du cycle de production.

Au 30 juin 2016, le BFR représentait 349 jours de chiffre d'affaires (soit 95% du chiffre d'affaires HT⁶) contre 115 jours (32% du chiffre d'affaires HT) fin 2014.

Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la hausse de celui-ci s'explique essentiellement par l'augmentation des stocks, des créances clients et des créances d'impôts en jours de chiffre d'affaires.

Les stocks se composent essentiellement de matières premières et d'en cours de production, le cycle de production pouvant varier de 4 à 6 mois en fonction de la machine fabriquée. Cette augmentation relativement au chiffre d'affaires s'explique à la fois par l'anticipation d'une activité soutenue en 2015 et au premier semestre 2016 et par les problèmes de qualité rencontrés sur les machines ProX DMP 300 qui sont restés en stock. La combinaison de ces deux éléments a augmenté le niveau de stock.

Les délais de règlement clients sont passés de 150 jours de chiffre d'affaires à fin 2014 à 197 jours en juin 2016, la variation des délais de règlement clients sur cette période étant liée à la variation des délais de règlement accordée aux autres entités du groupe 3D Systems, qui représente les premiers clients directs de Phenix Systems.

Il est à noter également que le délai de règlement des fournisseurs est dans le même temps resté plutôt stable et s'élève à 82 jours au 30 juin 2016 contre 75 jours de chiffre d'affaires fin 2014.

Le BFR de la société est donc en hausse sur la période observée, son évolution étant la conséquence des éléments décrits ci-avant et notamment à la hausse du stock d'en cours de production.

Le niveau moyen de BFR observé au 31 décembre 2014 et 31 décembre 2015 s'élève respectivement à 115 jours et 182 jours de chiffre d'affaires.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Phenix Systems a annoncé le 14 octobre 2016, date de publication des résultats semestriels au 30 juin 2016, le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initié par 3D Systems Europe Ltd et portant sur la totalité des actions non-détenues par 3D Systems Europe Ltd en ce compris les 9.121 actions auto-détenues par Phenix Systems.

L'Offre est basée sur une volonté de simplification de la structure et de la gestion de Phenix Systems.

⁶ Hors taxes

En coopération avec le management de Phenix Systems, l'Initiateur à l'intention de continuer à soutenir les équipes de recherche et développement, d'ingénieurs, et d'assistance technique basées à Riom (France) afin qu'elles continuent de travailler sur l'amélioration technique des produits existants y compris des avancées en terme de qualité, optimisant la performance des alliages dans les systèmes, tout en développant des systèmes de la prochaine génération en alignement stratégique avec le groupe 3D Systems, et en soutenant les ventes globales par la fabrication de pièces définies par le client. Les programmes de développements et d'ingénierie à Riom sont coordonnés avec les efforts du groupe 3D Systems dans ce domaine en Europe et aux États-Unis. Tous les systèmes Phenix Systems continueront d'être fabriqués à Riom ainsi qu'aux États-Unis par un sous-traitant.

Par ailleurs, compte-tenu du faible flottant de l'action Phenix Systems ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, conformément à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre.

A ce jour, il n'est pas identifié de nouvelles synergies spécifiques ni de gains économiques autres que ceux liés à la gestion d'une société cotée sur Alternext. Par ailleurs, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de Phenix Systems avec l'Initiateur.

1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Alantra, agissant pour le compte de l'Initiateur, dépose un projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

A la date du présent rapport, 3D Systems Europe Ltd détient 1.089.974 actions Phenix Systems, représentant 94,29% du capital social et 97,40% des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Phenix Systems en circulation non détenues par 3D Systems Europe Ltd en ce compris les 9.121 actions auto-détenues, ce qui représentera à la date du présent rapport 66.049 actions Phenix Systems moyennant le versement de 58€ par action.

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil⁶, membre du réseau Crowe Horwath International

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 34 500 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

⁶ Nouvelle raison sociale depuis fin 2013 de la société Horwath Audit France

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit et d'évaluation.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2015.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim, Yohan Bonnet et Julien Latrubesse, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Cinq missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Les Nouveaux Constructeurs initiée par Premier Investissement (Octobre 2016, Etablissement présentateur : Portzamparc).
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Piscines Groupe GA initiée par la société GA Finances (Septembre 2016, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange Simplifiée initiée par la société Marie Brizard Wine and Spirit visant l'ensemble de ses bons de souscription d'actions en circulation (Décembre 2015, Etablissement présentateur : Rothschild & Cie) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Foncière Des Murs initiée par la société Foncière Des Régions (Mars 2015, Etablissement présentateur : BNP Paribas Corporate & Institutional Banking) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Banque de la Réunion initiée par BPCE International & Outre-Mer (Mars 2015, Etablissement présentateur : Natixis).

2.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Phenix Systems au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs vice-président de cette association.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 40.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec le management de Phenix Systems et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Phenix Systems ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;

- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Phenix Systems ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Phenix Systems ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Phenix Systems par analogie en fonction des multiples de comparables obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Phenix Systems ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- valorisation des transactions en termes de multiples sur la base des prix payés et des agrégats financiers des sociétés cibles ;
- évaluation de Phenix Systems par analogie en fonction des multiples de transactions obtenus.

Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

- analyse de la valeur de l'actif net comptable au 30 juin 2016, 31 décembre 2015 et 2014.

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (méthode écartée)

Méthode du cours cible (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Phenix Systems ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de Phenix Systems

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de Phenix Systems a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 13 octobre 2016.

Notre mission s'est déroulée du 13 octobre au 9 novembre 2016. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 13 au 20 octobre 2016 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Préparation de l'évaluation. Echanges avec le management de Phenix Systems.
- du 21 octobre au 3 novembre 2016 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation. Réunions avec le management de Phenix Systems et l'établissement présentateur.
- du 4 au 9 novembre 2016 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Phenix Systems (Société objet de l'Offre)

- M. Andrew Johnson, Président du Conseil d'Administration

3D Systems (Groupe actionnaire de Phenix Systems)

- M. Thomas Busch, Assistant Controller

Alantra (Etablissement présentateur)

- M. Olivier Guignon, Managing Partner - Corporate finance
- M. David Kieffer, Associate - Corporate Finance

K&L Gates (Avocats)

- Me. Olivia Lê Horovitz, Avocat à la Cour

2.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société Phenix Systems, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques et notamment le rapport financier annuel au 31 décembre 2015 et 31 décembre 2014 incluant les rapports du commissaire aux

comptes sur les comptes consolidés et annuels et le rapport spécial du commissaire aux comptes sur les conventions réglementées,

- le rapport financier semestriel incluant les états financiers semestriels de Phenix Systems au 30 juin 2016,
- le rapport annuel de 3D Systems au 31 décembre 2015 incluant le rapport du commissaire aux comptes,
- les états financiers consolidés de 3D Systems au 30 septembre 2015 non audités,
- les informations fournies par la société et notamment le business plan 2016-2020 de la société établi par le management de Phenix Systems,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Euronext*, *Epsilon*, et *Factset* : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Phenix Systems,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de la société Alantra intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

3 Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur Alternext, la société a pris l'option de ne pas publier des comptes sous les normes IFRS. La société applique donc les normes comptables françaises notamment le CRC-99-02 pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.156 milliers d'actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Phenix Systems correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'autocontrôle (9 milliers d'actions).

Sur la base de ce retraitement, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 1.147 milliers d'actions :

	Nb d'actions (en milliers)
Nombre total d'actions au capital	1 156
Autocontrôle	-9
Nombre d'actions en circulation	1 147

A notre connaissance, il n'existe pas d'instruments ayant un effet dilutif sur la valeur par action de Phenix Systems.

3.1.3 Dette nette ajustée

La dette nette consolidée de Phenix Systems, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation de dette financière nette de Phenix Systems au 30 juin 2016 ajustée d'éléments encaissables et décaissables.

La dette financière nette s'élève à 9,2m€ au 30 juin 2016 et comprend l'avance en compte courant consentie par 3D Systems à Phenix Systems pour 14,5m€ et de la trésorerie pour 5,3m€.

Nous avons intégré à la dette nette des éléments bilanciels ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons ainsi considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite, pour litige prud'homal et pour mise à jour des filtres du parc de machines vendues comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 juin 2016, ces engagements s'élevaient respectivement à 0,21m€, 0,04m€ et 0,50m€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » au 30 juin 2016 de 9,97m€ arrondie à 10,0m€ et détaillée comme suit :

En k€	
Comptes courants créditeurs (3D Systems Europe Ltd)	14 520
Concours bancaires courants	1
Trésorerie	-5 305
Dette financière nette	9 216
Provisions pour indemnités de départ en retraite	213
Provisions pour litige prud'homal	40
Provision pour risques et charges (mise à jour des filtres du parc de machines vendues)	500
Dette nette ajustée	9 969

Source : Rapport financier semestriel au 30 juin 2016 - Phenix Systems

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Phenix Systems sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2020).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Phenix Systems. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable au 30 juin 2016 s'élève à 9,1m€, soit une valeur de 8,0€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 628,7% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Phenix Systems dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Depuis son introduction en Bourse, Phenix Systems n'a pas distribué de dividendes et n'a pas défini de politique particulière de distribution de dividende permettant d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.2.4 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Phenix Systems.

Nous n'avons pas identifié de transactions significatives récentes pouvant constituer une référence en termes de valeur de l'action Phenix Systems.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode.

A titre indicatif, le prix proposé pour les actions Phenix Systems dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par 3D Systems Europe Ltd en septembre 2013 s'élevait à 13€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 346,2% sur cette valeur.

Il nous a par ailleurs été indiqué dans une lettre d'affirmation signée par le management de Phenix Systems qu'il n'existait pas d'accords ou contrats, en dehors du présent prix d'Offre, entre 3D Systems et Phenix Systems ayant trait à un prix de rachat.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes à titre principal :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,

3.3.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

3.3.1.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan construit par le management de Phenix Systems.

3.3.1.2 Analyse du business plan de Phenix Systems

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par le management de Phenix Systems.

Pour l'exercice 2016, le business plan anticipe une décroissance d'environ 37% en lien avec les problèmes de qualité rencontrés sur la machine ProX DMP 300 et l'environnement de plus en plus concurrentiel dans l'industrie de l'impression 3D (décroissance déjà observée dans les comptes au 30 juin 2016).

A compter de l'année 2017, Phenix Systems envisage une modification du mix produits et une concentration sur la fabrication et commercialisation de machines de taille intermédiaire.

Il résulterait de cette modification du mix produits une croissance de l'ordre de 15,9% en 2017 suite à la diminution du nombre de machines de petite taille vendues au profit du nombre de machines de taille intermédiaire dont le prix de vente unitaire est plus élevé.

Les prévisions de croissance sur la période 2018-2019 intègrent une phase légère de décroissance avec des décroissances respectives de 3,5% et 1,7% en 2018 et 2019 en lien avec l'arrêt progressif de la commercialisation des machines de grande taille au profit des machines de taille intermédiaire dont les volumes vendus seraient par ailleurs en légère croissance (5% par an).

La croissance du chiffre d'affaires s'élèverait à 4,3% en 2020 et intégrerait ainsi uniquement un effet volume des machines de taille intermédiaire.

Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA devrait connaître une forte baisse en 2016 en lien avec la baisse des machines vendues et les coûts liés aux problèmes de qualité.

A partir de 2017, le taux de marge d'EBITDA devrait redevenir positif avec le retour de la croissance du chiffre d'affaires et progresser en 2018 pour atteindre environ 15%. Cette hausse résulte essentiellement de la baisse des frais de recherche et développement.

En 2019, le taux de marge d'EBITDA devrait diminuer légèrement en lien avec la légère hausse des charges de personnel en valeur relative, ces dernières représentant 16,0% contre 15,4% en 2018.

A compter de 2020, le taux de marge d'EBITDA devrait connaître une légère augmentation au regard de la maîtrise de la structure de coût fixes pour atteindre environ 14,4% en 2020, niveau inférieur à la marge historique observée en 2015 et 2014 mais supérieur à la marge historique observée sur les années 2011 à 2013.

Analyse de la marge d'EBIT

L'évolution de la marge d'EBIT est corrélée à celle de la marge d'EBITDA sur la durée du business plan, les amortissements représentant de 3% à 4% du chiffre d'affaires sur la durée du business plan en ligne avec les niveaux observés en 2014 et 2015.

Le taux de marge d'EBIT atteint environ 12% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires (2020).

Impôt normatif

Un impôt normatif de 34,43% a été appliqué sur le résultat d'exploitation, correspondant au taux d'imposition normatif en France.

Le calcul de l'impôt normatif ne prend pas en compte les créances d'impôt résultant des déficits reportables devant être constitués à fin 2016 et qui ont été comptabilisés dans les flux de trésorerie.

Il n'a pas été intégré sur la durée du plan d'affaires de montant de crédit impôt recherche compte tenu de l'absence actuelle de nouveaux projets de recherche et de la faible visibilité sur des projets futurs éligibles au crédit impôt recherche.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements se composent principalement de coûts de développement et d'acquisitions de matériel et outillage industriel.

Les investissements prévus dans le plan d'affaires permettent le développement des produits existants et le renouvellement de l'outil productif de Phenix Systems nécessaires à la fabrication des produits commercialisés.

Ils devraient représenter de l'ordre de 3% du chiffre d'affaires sur toute la durée du business plan.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

Sur 2016, la rentabilité des capitaux employés devrait être négative, comme ce fut le cas de 2011 à 2013.

Selon nos calculs, la rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 18% à l'horizon du business plan (2020) contre 8% en 2017. Cette hausse résulte essentiellement d'une meilleure rotation de l'actif économique (ratio entre le chiffre d'affaires et l'actif économique).

La rentabilité des capitaux employés à l'horizon 2020 serait ainsi supérieure à la rentabilité des capitaux employés observée en 2015 (environ 15%) en dépit d'une baisse de chiffre d'affaires.

Le dernier élément structurant pour le calcul des flux de trésorerie actualisés est le besoin en fonds de roulement.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

Suite au niveau exceptionnellement élevé du BFR à fin juin 2016, le groupe anticipe un retour du niveau de BFR à niveau normal soutenu par une amélioration de l'efficacité opérationnelle se traduisant par une diminution progressive du niveau de stock et des délais de règlements clients.

Sur la base du plan d'affaires construit par le management de Phenix Systems et en concertation avec celle-ci, il a été retenu sur la durée du plan d'affaires un niveau de BFR en diminution progressive sur le plan d'affaires, celui-ci passant de 229 jours de chiffre d'affaires à fin 2016 à 105 jours de chiffre d'affaires à fin 2020, le niveau à l'horizon 2020 étant proche du niveau de BFR observé historiquement au 31 décembre 2014 et cohérent avec la stratégie envisagée par le groupe de réduction du niveau de stock au niveau de 2013 (69 jours de chiffre d'affaires) et du niveau de délais de règlement clients au niveau de 2015 (128 jours).

Conclusion

Les hypothèses du plan d'affaires restent prudentes au vu de la performance observée en 2014 et 2015 mais volontaristes en regard à la performance qui devrait être observée en 2016. Elles se basent sur une croissance du chiffre d'affaires en 2017 puis une stagnation

de celui-ci jusqu'en 2020. Les ratios financiers observés à l'horizon du plan d'affaires (EBIT, rentabilité des capitaux) sont par ailleurs cohérents.

3.3.1.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2016-2020, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBIT
 - Impôt normatif
 + Amortissements
 - Investissements
 - Variation du BFR
 = Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1er novembre 2016.

3.3.1.4 Détermination du taux d'actualisation

3.3.1.4.1 Approche court terme

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	0,34%
Prime de risque du marché	(2)	7,9%
Bêta désendetté	(3)	1,30
D/E	(4)	15,0%
Bêta rendetté	(5)	1,42
Coût des fonds propres	(6)	11,6%
Coût de la dette avant impôt	(7)	2,0%
Taux d'impôt		34,4%
Coût de la dette après impôt		1,31%
D/(D+E)	(8)	12%
E/(D+E)	(8)	88%
Coût moyen pondéré du capital		10,3%
(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moyenne 1 mois au 17/10/2016 (2) Prime de risque marché actions - CAC 40 en septembre 2016 (V'alpha) (3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 17/10/2016 (4) Gearing société (5) Formule de Hamada (6) Formule du MEDAF (7) Coût de la dette du groupe (8) Calcul d'après gearing $1 - D / (D + E) = E / (D + E)$		

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,3%, et se base sur les hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 17 octobre 2016 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 0,34% ;

- une prime de risque de marché de 7,9% calculée par Valphi en septembre 2016 sur le CAC 40⁷ ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existant entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,30 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un coefficient de détermination (R^2) inférieur à 0,10 ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés 3D Systems et Renishaw ;
- le coût de la dette après impôt de 1,31% sur la base d'un coût de la dette de la société avant impôt de 2,00% correspondant au taux d'intérêt de l'avance en compte courant consentie à Phenix Systems par 3D Systems ;
- le gearing de 15% correspondant au gearing de la société observé en moyenne sur 3 ans ;
- il n'a pas été intégré de prime de taille au regard de l'appartenance de la société Phenix Systems au groupe 3D Systems.

3.3.1.4.2 Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourrait avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	0,34%	(1)	2,70%
Prime de risque du marché	7,9%	(2)	5,9%
Bêta désendetté	1,30	(3)	1,30
D/E	15,0%	(4)	15,0%
Bêta réendetté	1,42	(5)	1,42
Coût des fonds propres	11,6%	(6)	11,0%
Coût de la dette avant impôt	2,00%	(7)	2,00%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%
Coût de la dette après impôt	1,31%		1,31%
D/(D+E)	12%	(8)	12%
E/(D+E)	88%	(8)	88%
Coût moyen pondéré du capital	10,3%		9,8%
(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans (5) Formule de Hamada (2) Prime de risque historique (6) Formule du MEDAF (3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 19/09/2016 (7) Coût de la dette du groupe (4) Gearing société au 23/09/2016 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$			

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (2,70%) au 17 octobre 2016,
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

⁷ Indice boursier regroupant les 40 plus importantes capitalisations boursières françaises cotées à la bourse de Paris

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970-2006
Etude Dimson- Marsh- Staunton - moyenne géométrique	4,0%	1905-2005
Etude Dimson- Marsh- Staunton - moyenne arithmétique	6,1%	1905-2005
Moyenne étude Dimson- Marsh- Staunton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 1,30 et correspond à la moyenne de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données),
- Le coût de la dette n'a pas été modifié à la hausse sachant qu'il aurait pu être considéré un coût plus élevé sur le long terme.

3.3.1.4.3 Conclusion sur le taux d'actualisation retenu

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (9,8%) est légèrement inférieur à celui calculé sur une durée plus courte (10,3%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 9,8% résultant de l'approche « long terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « court terme » (10,3%). Cette hypothèse maximise donc la valeur retenue par l'application de la méthode des DCF.

3.3.1.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plan (2020) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur et de l'économie sur le long terme,
- Un niveau de marge d'EBITDA de 20% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge d'EBITDA de 3D Systems, groupe actionnaire majoritaire de Phenix Systems, à cet horizon, qui reste proche du niveau de marge d'EBITDA médian estimé par les analystes en 2018 (dernière année de prévision) pour l'échantillon de sociétés comparables⁸,
- Un niveau d'amortissements égal à celui des investissements à l'infini,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

3.3.1.6 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, nous avons retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, en plus de la dette nette ajustée de

⁸ Echantillon composé des sociétés 3D Systems, Stratasys, Proto Labs, Renishaw et Ige+Xao

10,0m€ au 30 juin 2016 telle que déterminée en 3.1.3 du présent rapport, l'actif correspondant aux économies d'impôts liées au déficit reportable qui devrait être observé au 31 décembre 2016. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels (à compter de 2017) au regard de la réglementation fiscale. La valeur, soit 2,1m€, correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

Le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres utilisée dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés s'élève ainsi à 7,9m€.

3.3.1.7 Résultats chiffrés

Synthèse de la valorisation par la méthode des DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (m€)	8,6
Valeur terminale actualisée (m€)	18,4
Valeur d'entreprise (m€)	26,9
Dette nette ajustée (m€)	-10,0
IDA sur déficit reportable (m€)	2,1
Valeur des fonds propres (m€)	19,1
Nombre d'actions (en milliers)	1 147
Valeur de l'action Phenix Systems (en €)	16,6 €

La valeur unitaire de l'action Phenix Systems s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 16,6€.

3.3.1.8 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Tableau de sensibilité				
Taux de croissance à l'infini	CMPC			
		9,3%	9,8%	10,3%
	2,5%	19,3 €	17,6 €	16,1 €
	2,0%	18,1 €	16,6 €	15,3 €
	1,5%	17,1 €	15,8 €	14,6 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action comprise entre 15,3€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,3%) et 18,1€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 9,3%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 16,6€.

Le prix d'Offre de 58€ induit une prime de 248,6% sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.2 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Phenix Systems les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

3.3.2.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

Phenix Systems opère sur le marché de l'impression 3D au niveau international dont 25,9% du chiffre d'affaires réalisé en Europe. La société réalise 92,3% de son chiffre d'affaires sur les ventes de ses machines d'impression 3D ainsi que de la poudre nécessaire au processus de fabrication.

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée directement comparable à Phenix Systems, aucune d'entre elles n'opérant uniquement sur le marché de la fabrication par frittage laser. A défaut, nous avons retenu un échantillon qui résulte de la combinaison de sociétés proposant des procédés de fabrication innovants tels que la fabrication additive (ou « additive manufacturing »), et de sociétés développant des logiciels de précision de CAO/CFAO destinés à différent type d'industries.

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Phenix Systems compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons ainsi constitué un échantillon de cinq sociétés que nous avons considérées comme comparables à Phenix Systems :

- 3D Systems Corp. (USA) est le groupe actionnaire majoritaire de Phenix Systems depuis 2013 et le groupe initiateur de la présente opération. La société, cotée au New York Stock Exchange, est une entreprise spécialisée dans la fabrication additive et l'impression 3D. L'entreprise emploie environ 2.492 collaborateurs pour un chiffre d'affaires total de 614m€.
- Stratasys Ltd. (Israël) est une société spécialisée dans la production et la commercialisation de solutions de fabrication additives et d'impression 3D. Les actions de la société sont cotées sur le NASDAQ. Le groupe emploie 2.721 collaborateurs pour un chiffre d'affaires total de 641m€.
- Renishaw Plc (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'équipements de métrologie de précision principalement pour le secteur de la santé et du dentaire, dont les actions sont cotées au London Stock Exchange. Elle emploie environ 4.286 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 522m€ en 2015.
- Proto Labs Inc (USA) est une société présente sur le secteur de l'impression rapide en 3D, du développement de technologies numérique d'usinage et de moulage par injection pour la production. La société est cotée sur le New York Stock Exchange. Le groupe emploie environ 1.549 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires de 243m€ en 2015.

- IGE+XAO (France), dont les actions sont cotées sur le compartiment C d'Euronext, est spécialisée dans l'édition, la commercialisation et la maintenance de logiciels de CAO⁹ destinés à concevoir et à maintenir la partie électrique des processus de production, des installations et des câblages industriels. La société emploie environ 380 personnes et réalise un chiffre d'affaires qui s'élève à 27m€ en 2015.

L'échantillon de sociétés comparables retenues inclut donc des sociétés de différentes nationalités et intervenant sur un secteur d'activité proche de celui de Phenix Systems dont la répartition du chiffre d'affaires est cohérente en moyenne avec celle de Phenix Systems.

Sociétés	Pays	Répartition géographique*		Répartition par activité*		
		Europe	Etats Unis et Autres	Marchandises	Produits	Services
3D Systems Corp.	USA	30,0%	70,0%	x	x	x
Stratasys Ltd.	ISR	21,3%	78,7%	x	x	x
Renishaw plc	GBR	31,0%	69,0%		x	x
Proto Labs Inc.	USA	0,0%	100,0%			x
Ige+Xao SA	FRA	95,9%	4,1%		x	x
Phenix Systems	FRA	25,9%	74,1%	x	x	x

*Répartition sur la base du chiffre d'affaires 2015

Les sociétés composant notre échantillon sont de taille différente. Elles présentent les capitalisations boursières suivantes :

Société	Pays	Capitalisation boursière (en m€) ¹	Chiffre d'affaires 2015 (m€)
3D Systems Corp.	USA	1 711	614
Stratasys Ltd.	ISR	1 082	641
Renishaw plc	GBR	2 244	522
Proto Labs Inc.	USA	1 376	243
Ige+Xao SA	FRA	109	27
Phenix Systems	FRA	58	26

Source : Infiniti, Infiniti

¹ moyenne de 30 jours de cours de bourse, données au 19 octobre 2016

Il n'a pas été retenu de décote de taille au regard de l'appartenance de Phenix Systems au groupe 3D Systems.

3.3.2.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

⁹ Conception Assistée par Ordinateur

Société	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2015/16	2016/17	2017/18	2016	2017	2018	2016	2017	2018
3D Systems Corp.	-3,5%	6,9%	12,0%	16,4%	18,7%	20,3%	7,8%	9,9%	12,3%
Stratasys Ltd.	-0,3%	7,4%	7,3%	9,4%	11,9%	15,1%	4,6%	6,4%	7,4%
Proto Labs Inc.	12,9%	15,1%	15,5%	28,4%	29,1%	na	23,4%	25,0%	27,0%
Renishaw plc	-12,0%	7,0%	9,9%	25,4%	25,9%	26,6%	18,7%	19,9%	20,8%
Ige+Xao SA	2,8%	2,5%	1,4%	28,1%	28,1%	28,8%	25,6%	26,0%	26,7%
Moyenne échantillon	0,0%	7,8%	9,2%	21,5%	22,7%	22,7%	16,0%	17,4%	18,8%
Médiane échantillon	-0,3%	7,0%	9,9%	25,4%	25,9%	23,4%	18,7%	19,9%	20,8%
Phenix Systems	-36,8%	15,9%	-3,5%	-24,5%	11,2%	15,1%	-52,1%	7,3%	11,6%

Source : InFinancials au 19 octobre 2016

La croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de Phenix Systems sur la période étudiée est inférieure aux taux de croissance observés par la médiane et la moyenne de l'échantillon étudié. Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT générés par Phenix Systems sont également plus faibles que ceux dégagés par la médiane et la moyenne de l'échantillon que nous avons retenues.

3.3.2.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenus les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison des différentiels de marge constatés entre l'échantillon sélectionné et la société Phenix Systems ;
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Société	VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2017	2018	2017	2018
3D Systems Corp.	13,1x	10,8x	24,6x	17,8x
Stratasys Ltd.	10,4x	7,7x	19,5x	15,6x
Proto Labs Inc.	14,0x	na	16,3x	13,0x
Renishaw plc	14,9x	13,2x	19,5x	16,9x
Ige+Xao SA	9,8x	9,5x	10,6x	10,2x
Médiane échantillon	13,1x	10,1x	19,5x	15,6x

Source : InFinancials au 19 octobre 2016

3.3.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBITDA et VE / EBIT¹⁰ pour les années 2017 et 2018¹⁰ étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

Nous n'avons pas retenu les agrégats 2016 de la société, ces derniers étant négatifs et l'activité ne représentant pas un niveau normatif.

3.3.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Phenix Systems obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation de l'action Phenix Systems			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	18,5	20,6	
Nombre d'actions (en milliers)	1 147	1 147	
Valeur moyenne de l'action Phenix Systems	16,1€	17,9€	17,0€

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Phenix Systems par la méthode des comparables boursiers qui ressort en valeur centrale à 17,0€. Cette valeur correspond à la moyenne des valeurs obtenues par l'application des deux multiples retenus.

Le prix d'Offre de 58€ fait ressortir une prime de 241,0% sur cette valeur.

3.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes à titre indicatif :

- méthode du cours de bourse,
- méthode des multiples observés sur des transactions comparables,

3.4.1 Méthode du cours de bourse

Les actions Phenix Systems sont cotées sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext Paris sous le code ISIN FR0011065242. La société a été introduite en bourse en juillet 2011 au prix de 16,02€. En juin 2013, 3D Systems a procédé à l'acquisition d'un bloc de contrôle de Phenix Systems et a initié une OPAS visant les actions non détenues suite à l'acquisition du bloc au prix de 13€.

¹⁰ Renishaw clôture ses comptes au 30 juin de chaque année. Dans un but d'harmonisation des agrégats des comparables, nous avons retraité les chiffres historiques et les consensus des analystes concernant Renishaw afin de calculer des agrégats au 31 décembre, date de clôture de Phenix Systems et des autres comparables boursiers

3.4.1.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaire	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote	% des droits de vote
JD Systems Europe Ltd	1 089 974	94,29%	2 169 319	97,40%
Autodétention	9 121	0,79%	0	0,00%
Public	56 928	4,92%	57 944	2,60%
Total	1 156 023	100,00%	2 227 263	100,00%

Source : Note d'opération

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 4,92% du capital, soit 56.928 actions. Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action Phenix Systems				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	87	1 572	0,1%	2,8%
Moyenne 3 mois	25	1 675	0,1%	2,9%
Moyenne 6 mois	16	2 094	0,2%	3,7%
Moyenne 9 mois	16	3 075	0,3%	5,4%
Moyenne 1 an	32	8 169	0,7%	14,3%

Source : Euronext, 14/10/2016

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Les actions de Phenix Systems sont cotées au fixing et le titre Phenix Systems ne fait pas l'objet d'échanges journaliers.

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 16 titres (moyenne 6 mois et 9 mois) et 87 titres (moyenne 1 mois).

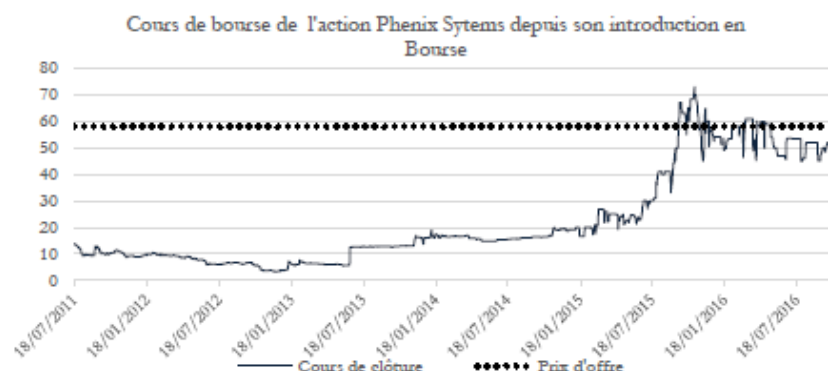
Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 32 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 8.169, soit 0,7% du nombre total de titres et 14,3% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,1% du nombre total de titres et 2,8% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Phenix Systems, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité très limitée. Par ailleurs, la société Phenix Systems ne fait pas l'objet de suivi réguliers par des analystes financiers indépendants.

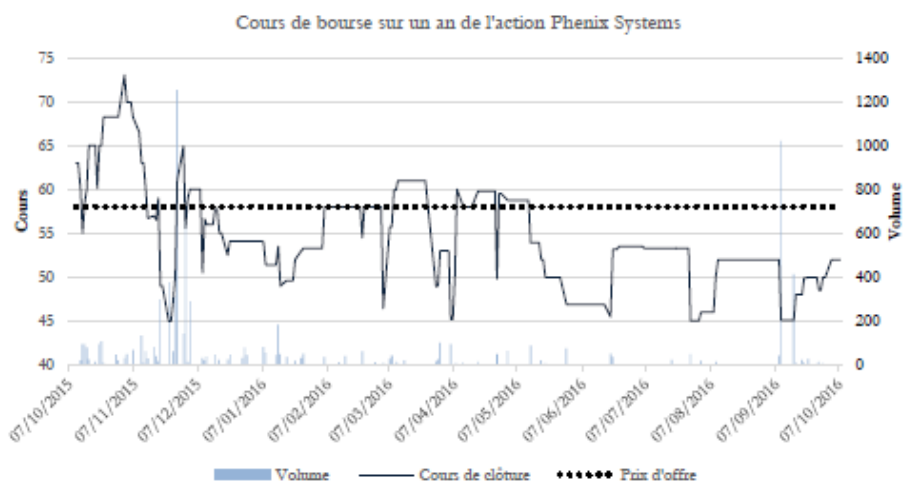
Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre indicatif, le cours de bourse constituant une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.4.1.2 Analyse du cours de l'action Phenix Systems depuis son introduction en bourse



Introduit à 16,02€ en juillet 2011, le cours de l'action Phenix Systems a clôturé la première séance de cotation à 13,74€. Le cours a par la suite oscillé autour des 10€ avant de diminuer progressivement pour atteindre 3,30€ le 7 décembre 2012, soit son minimum depuis son introduction en bourse. Il a ensuite subi une légère hausse pour finalement atteindre 5,79€ le 12 juin 2013 (date de l'annonce de la première OPAS initiée par 3D Systems Europe Ltd à 13€).

Par la suite, le cours a connu une hausse régulière et significative et a atteint la barre des 30€ le 26 juin 2015, des 40€ le 3 août 2015 et des 50€ le 16 septembre 2015, en cohérence avec l'évolution de la taille de la société et l'engouement autour du secteur de l'impression 3D.



Au cours de la dernière année, le cours a atteint 73€ le 2 novembre 2015, soit son niveau maximal depuis son introduction en Bourse, avant de subir un retournement rapide par la suite et atteindre les 45€ le 23 novembre 2015.

Le 27 novembre 2015, le cours a progressé de 52€ à 61€ suite à l'échange de 1.253 titres, soit le volume quotidien maximal sur la dernière année.

Depuis cette date, le cours de bourse de Phenix Systems a oscillé entre 45€ et 60€, les volumes des échanges étant par ailleurs particulièrement faibles depuis début décembre 2015.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 7 octobre 2016 s'élève à 52,0€.

3.4.1.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 7 octobre 2016, soit le dernier cours de clôture avant la suspension du cours préalable à l'annonce de l'Offre (14 octobre 2016).

Moyennes pondérées des cours de bourse de Phenix Systems

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 7 octobre 2016)	52,0	11,5%
CMPV* 1 mois	45,5	27,4%
CMPV* 3 mois	45,7	27,0%
CMPV* 6 mois	47,0	23,5%
CMPV* 9 mois	48,8	18,8%
CMPV* 1 an	54,0	7,3%

Source : Euronext, 14/10/2016

** Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 45,5€ (moyenne 1 mois) et 54,0€ (moyenne 1 an).

Les cours de référence les plus pertinents sont, selon nous, les cours moyens pondérés 1 mois et 3 mois qui intègrent les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre, étant entendu que les cours de référence mentionnés (avant annonce) n'intègrent pas la publication des résultats financiers du premier semestre 2016.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 7 octobre 2016 s'élève à 52,0€.

Le prix proposé de 58,0€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 7,3% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an) et 27,4% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois).

Il offre une prime de 11,5% sur le cours de clôture au 7 octobre 2016.

A noter que Portzamparc, seul analyste connu par nous-même suivant le titre Phenix Systems, recommandait au 5 septembre 2016 l'achat du titre avec un cours cible s'élevant à 60€. Celle-ci n'intégrait pas les résultats semestriels négatifs et les perspectives récentes moins favorables. Le prix d'Offre de 58€ extériorise donc une décote de 3% sur le cours cible de Portzamparc, seul analyste suivant le titre Phenix Systems.

3.4.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Phenix Systems la moyenne des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

3.4.2.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment (moins de deux ans) dans le secteur dans lequel opère Phenix Systems, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Nous avons analysé un large échantillon de transactions intervenues depuis octobre 2014 dans le secteur de l'impression 3D au niveau international. Sur les 23 transactions qui ont été analysées, 21 transactions n'ont pu être retenues en raison du manque d'informations disponibles concernant les conditions financières de ces transactions. L'échantillon élargi d'analyse est néanmoins présenté ci-après.

Notre choix s'est donc porté sur 2 transactions qui ont été annoncées en septembre 2016 dans le secteur de l'impression 3D pour lesquelles les informations financières étaient disponibles.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre. Elles concernent en effet des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de ceux de Phenix Systems et interviennent dans un contexte macro-économique et financier proche des transactions retenues.

Cependant, les agrégats de Phenix Systems de l'année 2016 (année où des transactions ont été identifiées) sont négatifs. Nous avons donc retenu les années 2017 et 2018 comme référence de manière prospective pour appliquer la méthode des transactions comparables.

Nous avons donc, au final, décidé de retenir cette méthode à titre indicatif. Les résultats sont présentés ci-après.

3.4.2.2 Analyse des transactions

Les 23 transactions analysées dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date	Acquéreur	Pays de l'acquéreur	Cible	Pays de la cible	Description de l'activité	Retenue
oct.-16	General Electric	Etats-Unis	Concept Laser	Allemagne	Concepteur et fabricant de machines de fabrication additive.	Non
sept.-16	Progressive Technology Ltd	Royaume-Uni	Innovate 2 Make Ltd	Royaume-Uni	Fabrique des composants pour les secteurs de l'aérospatiale, l'automobile et médicaux par impression 3D, via processus de fabrication additive (AM).	Non
sept.-16	General Electric	Etats-Unis	Arcam	Suède	Concepteur et fabricant de machines de fabrication additive.	Oui
sept.-16	General Electric	Etats-Unis	SLM Solutions	Allemagne	Concepteur et fabricant de machines de fabrication additive.	Oui
juin.-16	Nuxeo SA	France	InEvo	Portugal	Editeur de logiciel de gestion 3D	Non
mai.-16	Synopsys Inc	Etats-Unis	Simpleware Ltd	Royaume-Uni	Développe des logiciels pour la conversion de données 3D utilisées pour la conception d'ingénierie et de simulation	Non
mars.-16	Hexagon AB	Suède	AICON 3D Systems GmbH	Allemagne	Développe des systèmes de mesure 3D optiques et portables sans contact pour la fabrication industrielle	Non
févr.-16	Stratays Ltd	Etats-Unis	Massive 3D Printing Technologies	Israël	Concepteur et fabricant de machines de fabrication additive.	Non
déc.-15	Computer Aided Technology	Etats-Unis	MCAD Technologies	Etats-Unis	Spécialiste dans la formation d'ingénieurs dans l'industrie de la fabrication additive.	Non
déc.-15	Moog	Etats-Unis	Linear Mold engineering	Etats-Unis	Fournisseur de services de production par fabrication additive.	Non
nov.-15	Powders	France	Exaltac SARL	France	Spécialiste dans le développement et la distribution de matières polymères pour l'impression 3D par frittage de poudre, notamment pour les applications industrielles.	Non
sept.-15	Proto Labs Inc	Etats-Unis	Alphafirm AG	Allemagne	Spécialiste dans le prototypage rapide et les services d'impression 3D.	Non
août.-15	Orion Plc	Royaume-Uni	Cerwin 3D Ltd	Royaume-Uni	Développe des technologies utilisant l'impression 3D dans la recherche pharmaceutique.	Non
juil.-15	Stratays Ltd	Etats-Unis	RTC Rapid Technologies	Allemagne	Concepteur et fabricant d'imprimantes 3D.	Non
juin.-15	Fimalac	France	Powders	France	Powders offre une solution globale d'impression 3D professionnelle et industrielle: imprimantes 3D, matériaux et services de fabrication de pièces.	Non
avr.-15	3d Systems	Etats-Unis	Easyway	Chine	Concepteur et fabricant d'imprimantes 3D chinoises.	Non
avr.-15	Investisseurs	France	Sculptor SAS	France	Offre des services d'impression 3D en ligne.	Non
mars.-15	Powders	France	Initial SA	France	Spécialiste dans la conception et la production de pièces en fabrication additive et injection thermoplastique	Non
janv.-15	3d Systems	Etats-Unis	borObjects	Royaume-Uni	Concepteur et fabricant de machines de fabrication additive de bureau	Non
déc.-14	Brammer Energy Ventures	Etats-Unis	Voxel8	Etats-Unis	Conçoit et fabrique des appareils électroniques. La société propose des imprimantes 3D utilisées pour imprimer des thermoplastiques ou résines UV.	Non
nov.-14	The Riverside Company	Etats-Unis	Fisher Unitech	Etats-Unis	Développe des logiciels d'impression 3D, de prototypage rapide, et des solutions de fabrication numériques.	Non
nov.-14	MakerBot Industries	Etats-Unis	Layer By Layer	Etats-Unis	Conçoit et développe des "Makerplax" pour produit d'impression 3D.	Non
oct.-14	Voxeljet	Allemagne	Prepshop	Royaume-Uni	Fournit des services de conception et de fabrication conceptuelle 3D pour la télévision et les productions cinématographiques	Non

Source : Capital IQ, Epistola Research

Notre analyse nous a conduit à retenir les deux projets d'acquisition suivants, initiés par General Electric et annoncés de façon concomitante en septembre 2016 :

- L'acquisition de la société suédoise Arcam, spécialiste de l'impression 3D pour l'industrie aéronautique pour une valeur initiale de 614 m€. Le prix d'offre a été relevé le 27 octobre 2016 pour un total offert de 633 m€, avec l'objectif d'acquérir plus de 75% du capital pour finaliser l'offre. L'offre de General Electric reste ouverte jusqu'au 10 novembre 2016. Il découle du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 593 m€.
- L'offre d'acquisition de la société allemande SLM Solutions spécialiste de l'impression 3D pour l'industrie aéronautique pour une valeur de 683 m€ lancée par General Electric le 6 septembre 2016. Il découle du prix offert de ce projet de transaction une valeur d'entreprise induite de 659 m€. General Electric a renoncé à son projet d'acquisition le 26 octobre 2016 faute d'avoir pu acquérir 75% du capital. Malgré l'annulation du projet d'acquisition, nous avons retenu cette transaction dans

notre échantillon, les multiples de valorisation induits étant disponibles et applicables aux agrégats prévisionnels de Phenix Systems.

Les deux transactions retenues concernent des sociétés cotées pour lesquelles les agrégats financiers prévisionnels sont publiés. Les primes de contrôle extériorisées par les prix proposés sur la base du dernier cours de bourse avant l'annonce au 6 septembre 2016 s'élèvent en moyenne à 49,0%.

L'échantillon final retenu se compose, en conséquence de deux transactions dont les multiples sont extériorisés ci-après.

3.4.2.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires qui n'est pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas ;
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Description de l'activité	VE calculée (m€) ¹	VE/EBITDA 2017	VE/EBITDA 2018	VE/EBIT 2017	VE/EBIT 2018
sept.-16	General Electric	Anam	Conception et fabricant de machines de fabrication additive.	593	38,4x	24,2x	54,0x	31,2x
sept.-16	General Electric	SLM Solutions	Conception et fabricant de machines de fabrication additive.	659	28,9x	21,6x	37,4x	28,9x
Moyenne					33,7x	22,9x	45,7x	30,1x
Médiane					33,7x	22,9x	45,7x	30,1x

Source: capital IQ, rapport annuel, communiqués de presse

¹ Source VE : CIO, dette nette au 30 septembre pour ARCAM, 30 juin pour SLM Solutions

3.4.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples de VE / EBITDA et VE / EBIT que nous avons appliqués aux agrégats respectifs de Phenix Systems pour les années 2017 et 2018, les transactions retenues ayant été réalisées fin 2016 et les agrégats de Phenix Systems étant négatifs sur l'année 2016.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en défalquant de la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la partie 3.1.3 de ce rapport.

3.4.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Phenix Systems obtenue par la méthode des transactions comparables :

Valorisation de l'action Phenix Systems			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	58,7	54,6	
Nombre d'actions (en milliers)	1 147	1 147	
Valeur de l'action Phenix Systems (€/action)	51,2 €	47,6 €	49,4 €

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Phenix Systems par la méthode des transactions comparables comprise entre 47,6€ (multiple d'EBIT) et 51,2€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 49,4€ qui correspond à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 58€ fait ressortir une prime de 17,4% sur cette valeur. Ces transactions sont des transactions majoritaires qui intègrent des primes de contrôle de l'ordre de 49,0%. 3D Systems ayant déjà le contrôle de Phenix Systems, cette prime pourrait être annulée. En intégrant l'annulation de la prime de contrôle moyenne de 49,0% observée sur les deux transactions de l'échantillon, la valeur centrale extériorisée par la méthode des transactions comparables s'élèverait à 33€.

Nous retiendrons finalement à titre indicatif la valeur de 49,4€ qui maximise la valeur retenue par cette méthode.

4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Phenix Systems :

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable
- Méthode de l'actif net réévalué
- Méthode des dividendes futurs
- Méthode des transactions récentes sur le capital
- Méthode des transactions comparables
- Méthode des cours cibles des analystes

L'établissement présentateur n'a pas retenu la méthode des transactions comparables, méthode que nous avons retenue à titre indicatif dans le cadre de notre approche multicritères.

L'établissement présentateur n'a pas mis en œuvre la méthode des transactions comparables considérant qu'il existait d'une part peu de transactions ayant des caractéristiques (type d'acquisition, taille de la transaction, activité et profil financier de la cible, date de la transaction) similaires à l'Offre et d'autre part, que l'information financière relative à la transaction n'était pas disponible pour de nombreuses transactions identifiées, limitant la pertinence de l'application d'un multiple médian ou moyen.

Nous avons, pour notre part, identifié deux transactions comparables renseignées et retenu cette méthode à titre indicatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.4.2 de notre rapport et aboutit à une valeur moyenne de l'action Phenix Systems de 49,4€.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Méthode des comparables boursiers
- Méthode du cours de bourse (à titre indicatif)

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode des sociétés comparables. A titre indicatif, l'établissement présentateur s'est référé au cours de bourse de Phenix Systems.

Nous avons aussi retenu ces méthodes.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.1.2.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2020 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur la période 31 décembre 2021 – 31 décembre 2025 en retenant un taux de croissance du chiffre d'affaires diminuant progressivement sur la période d'extrapolation jusqu'à atteindre 1,5% à l'horizon normatif et une progression du taux de marge d'EBITDA jusqu'à un niveau normatif de 15,0% ;
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2020 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 12,2%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (0,3%), une prime de risque (5,6%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta rendetté de 2,70¹¹ ;
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette retraitée au 30 juin 2010 (9,7m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Phenix Systems de 7,2€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 6,9€ (taux d'actualisation de 12,4% et croissance à l'infini de 1,5%) et 7,5€ (taux d'actualisation de 11,9% et taux de croissance à l'infini de 1,5%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2020 ;

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

¹¹ Bêta désendetté de 2,26 rendetté sur la base d'un gearing cible de 30%

- l'horizon du plan d'affaires et la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul taux de croissance à l'infini,
- le calcul du taux d'actualisation.

4.1.2.1.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires de Phenix Systems sur cinq exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2025). Il a été retenu sur la période d'extrapolation une croissance de chiffre d'affaires diminuant progressivement jusqu'à atteindre 1,5% sur le flux normatif et un taux de marge d'EBITDA augmentant progressivement jusqu'à atteindre 15% sur le flux normatif.

Nous n'avons, pour notre part, pas extrapolé le business plan en retenant l'horizon 2020 pour le calcul du flux normatif. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu un taux de croissance du chiffre d'affaires de 2,0% et un taux de marge d'EBITDA de 20%, correspondant au niveau de marge d'EBITDA de 3D Systems, groupe actionnaire majoritaire de Phenix Systems, à cet horizon, qui reste proche du niveau de marge d'EBITDA médian estimé par les analystes en 2018 pour l'échantillon de sociétés comparables.

4.1.2.1.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC				
	Etablissement présentateur		Expert indépendant	
			Court terme	Long terme
Taux sans risque	0,26%	(1)	0,34%	2,70%
Prime de risque du marché	5,6%	(2)	7,9%	5,9%
Bêta désendetté	2,26	(3)	1,30	1,30
D/E	30%	(4)	15%	15%
Bêta réendetté	2,70	(5)	1,42	1,42
Coût des fonds propres	15,4%	(6)	11,6%	11,0%
Coût de la dette avant impôt	2,0%	(7)	2,00%	2,00%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%	34,4%
Coût de la dette après impôt	1,31%		1,31%	1,31%
D/(D+E)	23%	(8)	12%	12%
E/(D+E)	77%	(8)	88%	88%
Coût moyen pondéré du capital	12,2%		10,3%	9,8%

(1) Indice TEC au 5 octobre 2016
 (2) Prime de risque - moyenne utilisée par les analystes (2014-2016)
 (3) Bêta désendetté 1 an - moyenne des sociétés comparables
 (4) Gearing cible de la société
 (5) Formule de Hamada
 (6) Formule du MEDAF
 (7) Coût de la dette du groupe
 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.1.4 du présent rapport

Les écarts observés sur les différentes composantes du coût moyen pondéré du capital proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau et notamment du bêta qui est calculé sur la base d'un échantillon de sociétés comparables

différent et à plus court terme (un an pour l'établissement présentateur contre cinq ans pour nous-même).

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur est supérieur à celui que nous avons retenu (9,8%).

4.1.2.1.3 Détermination du besoin en fonds de roulement (BFR)

L'établissement présentateur a retenu un niveau de BFR en diminution progressive sur la durée du plan d'affaires jusqu'à un niveau correspondant à 105 jours de chiffre d'affaires à l'horizon explicite du plan d'affaires (2020).

Nous avons retenu un niveau de BFR similaire sur la durée du plan d'affaires.

4.1.2.1.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 7,2€ et se situe en deçà de notre valeur (16,6€). L'écart constaté résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment à la détermination du coût moyen pondéré du capital, du taux de marge d'EBITDA retenu sur le flux normatif et de la méthodologie relative à la durée de l'horizon explicite (plus long chez l'établissement présentateur).

4.1.2.2 Méthode des comparables boursiers

4.1.2.2.1 Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de sept sociétés (3D Systems, Stratasys, ExOne, Voxjet, Renishaw, Protolabs et Materialise) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de Phenix Systems.

Nous considérons que les sociétés 3D Systems, Stratasys, Renishaw et Protolabs qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables. Nous n'avons pas retenu les sociétés ExOne, Voxjet et Materialise comme comparables qui présentent des prévisions de résultat opérationnel déficitaires en retenant la société Ige+Xao qui nous paraît plus comparables.

Il est précisé que l'établissement présentateur n'a pas non plus retenu les multiples d'EBIT concernant les sociétés ExOne, Voxjet et Materialise pour lesquels il n'a retenu que le multiple de chiffre d'affaires.

4.1.2.2.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- La valeur d'entreprise divisée par le chiffre d'affaires (VE/CA)
- La valeur d'entreprise divisée par l'EBIT (VE/EBIT)

Nous considérons pour notre part et pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents et n'avons pas retenu le multiple de chiffre d'affaires au regard des différences de rentabilité entre Phenix Systems et ses comparables.

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux agrégats financiers prévisionnels de Phenix Systems au 31/12/2016 et au 31/12/2017.

Pour notre part, nous avons appliqués la médiane des multiples (EBITDA et EBIT) aux agrégats financiers prévisionnels de Phenix Systems au 31/12/2017 et 31/12/2018, l'EBITDA et l'EBIT au 31/12/2016 étant négatifs.

4.1.2.2.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Phenix Systems obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort en valeur centrale à 29,6€ et est comprise entre 16,2€ (multiple d'EBIT) et 36,7€ (multiple de chiffre d'affaires).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Phenix Systems par la méthode des comparables boursiers de 17,0€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA et d'EBIT.

L'écart observé provient essentiellement des différences sur la sélection de l'échantillon de comparables et des multiples retenus (chiffre d'affaires et EBIT pour l'établissement présentateur contre EBITDA et EBIT pour nous-même).

4.1.2.3 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse à titre indicatif.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours ainsi que le cours de bourse au 7 octobre 2016.

Nous avons pour notre part, repris les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an ainsi que le cours de bourse au 7 octobre 2016.

A l'exception des durées retenues pour le calcul des différentes moyennes de cours de bourse retenues par l'établissement présentateur et par nous-même qui diffèrent légèrement, l'approche faisant référence au cours de bourse ne met pas en exergue de divergences d'appréciation.

5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur Valeur centrale	Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 58€
Méthodes retenues à titre principal :			
Méthode des flux de trésorerie actualisés	7,2 €	16,6 €	248,6%
Méthode des comparables boursiers	29,6 €	17,0 €	241,0%
Méthodes retenues à titre indicatif :			
Méthode du cours de bourse :			
Cours spot (au 7 octobre 2016)	52,0 €	52,0 €	11,5%
CMPV* 20 jours	45,9 €	na	na
CMPV* 1 mois	na	45,5 €	27,4%
CMPV* 60 jours	45,7 €	na	na
CMPV* 3 mois	na	45,7 €	27,0%
CMPV* 120 jours	46,8 €	na	na
CMPV* 6 mois	na	47,0 €	23,5%
CMPV* 9 mois	na	48,8 €	18,8%
CMPV* 250 jours	53,8 €	na	na
CMPV* 12 mois	na	54,0 €	7,3%
Méthode des transactions comparables	na	49,4 €	17,4%

na : non applicable

*CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

L'Offre est volontaire et consiste en une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire. Compte tenu des actions auto-détenues visées par l'Offre, elle aboutira conformément aux intentions de l'initiateur à un retrait obligatoire des actions détenues par les actionnaires minoritaires non apportées à l'Offre, le flottant ne représentant que 4,92% du capital et 2,60% des droits de vote à la date du dépôt de l'Offre.

A l'issue de l'Offre, l'initiateur envisage donc de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 58€ par action, égale au prix de l'Offre.

Notre analyse de la valeur de l'action Phenix Systems fait ressortir des valeurs de :

- 16,6€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 17,0€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 45,5€ (cours moyen 1 mois) à 45,7€ (cours moyen 3 mois) pour la méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif) ;
- 49,4€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 58€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 248,6% sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 241,0% sur la méthode des comparables boursiers ;
- présente sur la méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif) des primes comprises entre 7,3% (moyenne 1 an) et 27,4% (moyenne 1 mois), les primes ressortant des moyennes de cours que nous considérons comme les plus représentatives du cours de bourse étant comprises entre 27,0% (moyenne 3 mois) et 27,4% (moyenne 1 mois) ;
- présente une prime de 17,4% sur la valeur ressortant de la méthode des multiples observés lors de transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la société une fenêtre de liquidité et une possibilité de monétiser leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre et sur les différentes moyennes de cours de bourse.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 58€ par action, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Phenix Systems.

Fait à Paris, le 9 novembre 2016

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil

Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers

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

7 MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

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

8 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

PHENIX SYSTEMS

Représentée par ZIAD ABOU, DIRECTEUR GENERAL