

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

valtech.

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
VALTECH S.E.

INITIEE PAR

SiegCo



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») le 10 janvier 2017 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Valtech (www.valtech.fr) et peut être obtenu sans frais au siège social de Valtech (46 Colebrook Row - N1 Londres - Royaume-Uni).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Valtech feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.2	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	3
1.3	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.4	PROCEDURE ET CALENDRIER DE L'OFFRE.....	4
1.4.1	<i>Procédure d'apport à l'Offre</i>	4
1.4.2	<i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger</i>	4
1.4.3	<i>Calendrier indicatif</i>	5
2.	DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	5
2.1	NOMINATION D'UN EXPERT INDEPENDANT.....	5
2.2	AVIS D'ACCEPTATION DE LA PROPOSITION D'OFFRE	5
2.3	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	5
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	8
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	8
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	9
6.1	ENGAGEMENTS D'APPORT A L'OFFRE	9
6.2	MECANISMES DE LIQUIDITE OFFERTS AUX PORTEURS DE BSAR.....	9
7.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	10
7.1	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	10
7.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS	11
7.2.1	<i>Obligation de déclaration du franchissement de seuils</i>	11
7.2.2	<i>Transfert d'actions</i>	11
7.2.3	<i>Droit de vote double</i>	12
7.3	CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	12
7.4	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES.....	12
7.5	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	12
7.6	MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	12
7.7	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	12
7.8	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	12
7.8.1	<i>Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration</i>	12
7.8.2	<i>Modification des statuts de la Société</i>	13
7.9	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	13
7.10	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE.....	14
7.11	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU LES PRINCIPAUX SALARIES DE LA SOCIETE EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	14
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	14
	ANNEXE 1 - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	15

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SiegCo, société anonyme de droit belge ayant son siège social situé 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0872.680.888 (l'« **Initiateur** » ou « **SiegCo** »), s'engage irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Valtech, société européenne au capital de 3.333.233,31 euros, dont le siège social est situé 46 Colebrook Row, N1 Londres, Royaume Uni, immatriculée au registre des sociétés de la *Companies House* sous le numéro SE 000106 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0011505163 (« **Valtech** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Valtech au prix unitaire de 12,50 euros, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Dans ce contexte, l'Initiateur a déposé le 3 janvier 2017 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Initiateur agit de concert avec son actionnaire majoritaire, la société Verlinvest, dont le siège social est établi au 18 place Flagey, 1050 Bruxelles, Belgique, inscrite à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0455.030.364 (« **Verlinvest** »).

A la date du Projet de Note d'Information, ces deux sociétés détenaient ensemble 24.305.831 actions Valtech représentant 91,40% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur détenant quant à lui 22.430.831 actions Valtech représentant 84,35% du capital et des droits de vote de la Société¹.

Il est précisé que depuis le dépôt du projet d'Offre, Siegco a racheté, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, 591.792 actions représentant 2,2% du capital et des droits de vote et 22,7% des titres visés par l'Offre.

L'Offre doit désormais viser :

- la totalité des actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par SiegCo ou Verlinvest, soit 1.694.347 actions existantes à la date du présent projet de note en réponse ;
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 1, soit un nombre maximum de 259.301 actions à la date du Projet de Note d'Information ; et
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 2, soit un nombre maximum de 67.307 actions à la date du Projet de Note d'Information ;

soit un nombre total maximum de 2.020.955 actions de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les BSAR émis par la Société (BSAR 1, BSAR 2, NBSAR et NBSAR Canada), dans la mesure où ceux-ci sont incessibles.

Il n'existe aucune action auto-détenue par la Société ni aucun autre titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

L'Offre est présentée par Oddo & Cie qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Au cours de l'Assemblée Générale Mixte de la Société en date du 30 juin 2016, les actionnaires ont approuvé le projet de transfert du siège social de la Société du Grand-Duché du Luxembourg vers le Royaume-Uni et ont modifié corrélativement l'intégralité des statuts de la Société, afin que ceux-ci soient conformes au droit anglais.

Le transfert de siège a été définitivement réalisé le 25 novembre 2016, date d'immatriculation de la Société au *Companies House* britannique². Depuis cette date, la Société est régie par les dispositions communautaires, le droit anglais et les nouveaux statuts adoptés par l'Assemblée Générale Mixte le 30 juin 2016.

¹ Sur la base d'un capital composé de 26.591.970 actions représentant autant de droits de vote.

² Communiqué de presse Valtech du 25 novembre 2016.

Le 16 décembre 2016, SiegCo a publié un communiqué de presse indiquant son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions Valtech au prix de 12,50 euros par action au cours des prochaines semaines.

Le projet d'Offre ouvrira à SiegCo la possibilité de mettre en œuvre la procédure de transfert obligatoire à un actionnaire existant (« *compulsory transfer to an existing shareholder* ») prévue par l'article 75 des statuts de la Société conformément au *Companies Act* de 2006, sous réserve de l'émission par le conseil d'administration de la Société d'un avis d'acceptation des termes de l'Offre.

Conformément aux dispositions de cet article, un actionnaire détenant au moins 80% du capital de la Société à l'issue d'une offre publique a la faculté de requérir de la Société l'émission d'un « avis de vente des actions restantes » (« *Remainder Sale Notice* »), aux termes duquel les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre publique devront les vendre à l'actionnaire majoritaire au même prix que l'offre publique (le « **Transfert Obligatoire** »).

Les conditions de la mise en œuvre du Transfert Obligatoire sont présentées dans le paragraphe 7.2.2 ci-après.

C'est dans ce cadre que l'Initiateur a adressé le 30 décembre 2016 une proposition d'offre (« *Offer Proposal* ») au conseil d'administration de la Société, dans laquelle il indiquait les conditions de l'offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* ») qu'il souhaitait déposer sur l'ensemble des actions de la Société, telles que figurant dans le Projet de Note d'Information qui accompagnait la proposition d'offre.

Le 9 janvier 2017, le conseil d'administration de la Société, après avoir examiné la proposition d'offre, le Projet de Note d'Information et les conclusions du rapport émis sur le fondement conjoint de (i) l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF et (ii) l'article 75 des statuts de la Société, par Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, en qualité d'expert indépendant, a décidé à l'unanimité (i) que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et (ii) de recommander à tous les actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le conseil d'administration a également émis à cette occasion un avis d'acceptation de la proposition d'offre à l'égard de SiegCo, permettant ainsi à SiegCo de demander à la Société la mise en œuvre du Transfert Obligatoire à l'issue de l'Offre.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Oddo & Cie, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 3 janvier 2017 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

Il est précisé qu'Oddo & Cie, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre au prix unitaire de 12,50 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

1.4 Procédure et calendrier de l'Offre

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

1.4.1 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.4.2 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.8 du Projet de Note d'Information.

1.4.3 Calendrier indicatif

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.6 du Projet de Note d'Information.

2. DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1 Nomination d'un expert indépendant

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni au siège social, le 22 novembre 2016, afin de désigner le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur :

- (i) les conditions de l'Offre, en application de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF ; et
- (ii) en vertu de l'article 75 des statuts de la Société, le prix proposé aux termes de la proposition d'offre (« *Offer Proposal* »), telle qu'adressée formellement le 30 décembre 2016 par l'Initiateur au conseil d'administration de la Société, lequel correspond au prix de l'Offre, étant précisé que conformément à ces dispositions statutaires, le prix par action doit être apprécié « *en supposant qu'il s'agit de la vente de l'intégralité du capital social émis de la Société, susceptible d'être conclue entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché et, le cas échéant, sans intégrer de décote du fait que les actions visées par l'offre représentent une participation minoritaire* ».

2.2 Avis d'acceptation de la proposition d'offre

Le 9 janvier 2017, le conseil d'administration de la Société, après avoir examiné la proposition d'offre, le Projet de Note d'Information et les conclusions du rapport émis sur le fondement conjoint de (i) l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF et (ii) l'article 75 des statuts de la Société, par Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant, dont il ressort que le prix de 12,50 euros par action proposé dans la proposition d'offre (« *Offer Proposal* ») est un « prix équitable » (« *fair price per Offer Share* ») au sens de l'article 75 des statuts, a constaté, à l'unanimité, que :

- (i) le prix de l'Offre est un « prix équitable » (« *fair price per Offer Share* ») ;
- (ii) la proposition d'offre (« *Offer Proposal* ») satisfait aux conditions de l'article 75 des statuts de la Société ;
- (iii) et, en conséquence, l'Offre que SiegCo souhaite lancer sur les actions de la Société revêt désormais la qualification de « *Qualifying Offer* » au sens de cet article.

A ce titre, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité d'émettre le même jour, à l'égard de SiegCo, un avis d'acceptation de la proposition d'offre (« *Board Acceptance Notice* »).

2.3 Avis motivé du conseil d'administration

Le même jour, le conseil d'administration de la Société, au regard des conclusions du rapport de l'expert indépendant sur le projet d'Offre et du Projet de Note d'Information, a, à l'unanimité, l'ensemble des administrateurs étant présents ou représentés (soit Messieurs Sebastian Lombardo, Frédéric de Mévius, Laurent Schwartz en qualité de représentant permanent de Luckyway et Daniel Grossmann en qualité de représentant permanent de Next Consulting SPRL), rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre :

« Examen et avis motivé du conseil d'administration sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société »

Le Président rappelle aux membres du conseil d'administration qu'ils sont également appelés à se prononcer sur les conditions de l'Offre dans le cadre de la réglementation française des offres publiques et doivent ainsi rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente cette Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, en application de l'article 231-19,4° du règlement général de l'AMF.

Le Président invite les administrateurs à examiner à nouveau :

- (i) *le Projet de Note d'Information établi par SiegCo (l'« Initiateur »), qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- (ii) *l'attestation de l'expert indépendant (le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard), qui conclut au caractère équitable du prix offert de 12,50 euros par action Valtech ; ainsi que*

- (iii) le projet de note en réponse établi par la Société, qui contiendra notamment l'avis motivé exprimé au cours de la présente réunion du conseil d'administration sur l'Offre ; et
- (iv) le document « Autres Informations » établi par la Société, à l'état de projet.

Le Président invite l'expert indépendant à exposer les conclusions de son rapport et à répondre aux questions des administrateurs.

Le conseil d'administration relève notamment que :

- L'Offre ouvre à SiegCo, à la suite de l'émission ce jour par le conseil d'administration de l'avis d'acceptation de la proposition d'offre, la possibilité de mettre en œuvre la procédure de Transfert Obligatoire (« compulsory transfer to an existing shareholder ») prévue par l'article 75 des statuts de la Société conformément au Companies Act de 2006.
- Au terme de la procédure de Transfert Obligatoire décrite au paragraphe 1.2.2 du Projet de Note d'Information, laquelle sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre conformément aux termes de la proposition d'offre (« Offer Proposal ») qui a été adressée le 30 décembre 2016 par l'Initiateur au conseil d'administration de la Société, et acceptée par le conseil d'administration de la Société aux termes de la délibération précédente, l'Initiateur détiendra, de concert avec son actionnaire majoritaire la société Verlinvest, 100% du capital et des droits de vote de la Société.
- L'Initiateur, qui sera l'unique actionnaire de la Société, se réserve la possibilité de procéder à toute opération et de prendre toute mesure qu'il jugera pertinente, sous réserve que celle-ci ne soit pas contraire à l'intérêt de la Société, étant toutefois précisé que :
 - A priori, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne devrait pas être affectée par l'Offre.
 - A ce stade, l'Initiateur ne prévoit pas de modification de la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi, mais celle-ci restera libre d'adopter toute mesure conforme à son intérêt.
 - Bien qu'il n'ait pas d'intention particulière à ce sujet à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à une modification de la composition des organes sociaux et de la direction de la Société.
 - Compte tenu de la nature de ses propres activités, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie particulière liée à l'Offre.
 - Bien qu'il ne l'envisage pas à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur se réserve la possibilité de pouvoir procéder à une fusion avec la Société.
 - L'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire au sens des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF à la suite de l'Offre.
 - A l'issue de l'Offre, la radiation des actions Valtech du marché réglementé d'Euronext Paris sera demandée à Euronext.
 - La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société, qui sera déterminée par l'Initiateur, en sa qualité d'actionnaire majoritaire, en fonction de ses résultats, de ses perspectives et de son environnement économique et financier général.
- L'Offre intervient douze (12) mois après une offre publique d'achat simplifiée qui avait été initiée par SiegCo au prix de 11,50 euros par action. Cette offre faisait ressortir une prime de 39,4% sur le cours de clôture de l'action en date du 14 décembre 2015, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'offre et des primes de 35,3% et 39,2% respectivement sur les cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois et 3 mois avant cette même date.
- Dans ce contexte, le cours de bourse de la Société a évolué, à la hausse ou à la baisse, dans une zone centrée autour du prix de 11,50 euros depuis la clôture de cette dernière offre publique.
- Dans un contexte de liquidité fortement réduite (le flottant ne représentant plus que 6,4% du capital et des droits de vote de la Société), l'Initiateur propose aux actionnaires minoritaires de Valtech de

bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 12,50 euros par action Valtech, soit à un prix supérieur de 9% au prix de la dernière offre publique et faisant apparaître une prime de 3,1% sur le cours de clôture de l'action Valtech du 16 décembre 2016, dernière séance de cotation avant l'annonce du projet d'Offre, et des primes de 5,0% sur les cours moyens pondérés par les volumes sur 20 jours et 60 jours avant la date d'annonce du projet d'Offre.

- *Il est par ailleurs précisé que le prix de l'Offre induit des multiples de valorisation de respectivement 26x et 20x l'EBITDA ajusté 2015 et 2016 de la Société, soit des multiples particulièrement élevés et supérieurs aux multiples moyens du secteur.*
- *Le rapport de l'expert indépendant indique que le prix de 12,50 euros fait ressortir les primes suivantes :*
 - *une prime de 8,7% par rapport au prix de 11,50 euros par action proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée lancée par SiegCo en janvier 2016, qui avait permis à l'initiateur d'acquérir 62% des actions visées (59% en retraitant celles apportées par le management) ;*
 - *une prime de 15,5% par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que (i) ce plan d'affaires n'intègre aucune hypothèse de croissance externe autre qu'une acquisition pour laquelle une lettre d'intention a récemment été émise, et (ii) repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;*
 - *des primes comprises entre 9,3% (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 70,1% (sur la base du multiple d'EBIT) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des multiples d'un échantillon de sociétés cotées du secteur ;*
 - *des primes comprises entre 3,8% (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 95,9% (sur la base du multiple d'EBITDA) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des transactions intervenues dans le secteur. Cette méthode est présentée à titre d'information, compte tenu de la fiabilité relative de l'information publique disponible sur ces transactions.*
- *Bien que la pertinence du cours de bourse soit limitée, compte tenu de la faible liquidité du titre, l'expert indépendant note par ailleurs que le prix offre des primes de 3,1% par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'opération et de 9,8% par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois et, cependant, que depuis l'annonce du projet d'Offre le 16 décembre 2016, le cours s'est aligné sur le prix offert, le dépassant en cours de séance à deux reprises et en clôture à 12,51 euros le 5 janvier 2017 et à 12,52 euros le 6 janvier 2017 dans des volumes modestes.*
- *Dans ce contexte et sur ces bases, le rapport de l'expert indépendant conclut que « le prix de 12,50 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ».*
- *L'Initiateur a utilisé, dès le lendemain du dépôt du projet d'Offre, la faculté qui lui est offerte par l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF lui permettant d'acquérir, sur le marché et hors marché, des actions Valtech dans la limite de 30% des actions Valtech visées par l'Offre et ce jusqu'à l'ouverture de l'Offre. Il en ressort qu'il a acquis dès le lendemain du dépôt du projet d'Offre 2,2% du capital et des droits de vote et 22,6% des titres visés par l'Offre. A ce titre, le conseil d'administration note que les principaux actionnaires institutionnels de Valtech, professionnels qualifiés et reconnus, ont cédé leurs titres avant même la décision de conformité de l'AMF, témoignant de l'attractivité de l'Offre pour l'ensemble des actionnaires.*

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment par l'expert indépendant, le conseil d'administration, statuant à l'unanimité, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Président rappelle que les administrateurs ne détiennent aucune action de la Société, étant précisé que Messieurs Sebastian Lombardo et Laurent Schwarz contrôlent respectivement les sociétés Cosmoledo et Luckyway, lesquelles sont actionnaires de SiegCo, Initiateur de l'Offre. De plus, la Société ne détient aucune action propre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs ne détiennent aucune action de la Société à la date du présent projet de note en réponse, étant précisé que Messieurs Sebastian Lombardo et Laurent Schwarz contrôlent respectivement les sociétés Cosmoledo et Luckyway, lesquelles sont actionnaires de SiegCo, Initiateur de l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action propre à la date du présent projet de note en réponse.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application (i) de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF et (ii) de l'article 75 des statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société, lors de sa séance du 22 novembre 2016, a désigné le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur (i) les conditions financières de l'Offre et (ii) le prix proposé aux termes de la proposition d'offre (« Offer Proposal »), telle qu'adressée formellement le 30 décembre 2016 par l'Initiateur au conseil d'administration de la Société, lequel correspond au prix de l'Offre.

Les conclusions de ce rapport en date du 9 janvier 2017, qui est reproduit intégralement en **Annexe 1** du présent projet de note en réponse, sont les suivantes :

« A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 12,5 euros par action :

- fait ressortir une prime de 8,7% par rapport au prix de 11,5 euros par action proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée lancée par Siegco en janvier 2016, qui avait permis à l'initiateur d'acquérir 62% des actions visées (59% en retraitant celles apportées par le management) ;
- fait ressortir une prime de 15,5% par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que (i) ce plan d'affaires n'intègre aucune hypothèse de croissance externe autre qu'une acquisition pour laquelle une lettre d'intention a récemment été émise, et (ii) repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait ressortir des primes comprises entre 9,3% (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 70,1% (sur la base du multiple d'EBIT) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des multiples d'un échantillon de sociétés cotées du secteur ;
- fait ressortir des primes comprises entre 3,8% (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 95,9% (sur la base du multiple d'EBITDA) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des transactions intervenues dans le secteur. Cette méthode est présentée à titre d'information, compte tenu de la fiabilité relative de l'information publique disponible sur ces transactions.

Bien que la pertinence du cours de bourse soit limitée, compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes de 3,1% par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'opération et de 9,8% par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois.

Nous notons cependant que depuis l'annonce du projet d'Offre le 16 décembre 2016, le cours s'est aligné sur le prix offert, le dépassant en cours de séance à deux reprises et en clôture à 12,51 euros le 5 janvier 2017 et à 12,52 euros le 6 janvier 2017 dans des volumes modestes.

La Société et l'initiateur de l'Offre nous ont confirmé qu'ils n'avaient reçu aucune manifestation d'intérêt écrite pour une éventuelle acquisition de la Société et que leur objectif n'était pas une cession du contrôle à brève échéance.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 12,5 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société. Le prix proposé satisfait également aux conditions prévues aux termes de l'article 75 des statuts de la Société dans le cadre de la mise en œuvre d'une procédure de « transfert obligatoire à un actionnaire existant ». »

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

6.1 Engagements d'apport à l'Offre

A la connaissance de la Société, aucun actionnaire n'a fait part de son intention d'apporter ses actions à l'Offre.

6.2 Mécanismes de liquidité offerts aux porteurs de BSAR

La Société a procédé à plusieurs émissions de bons de souscription d'actions remboursables (ensemble les « **BSAR** »), à savoir les BSAR 1, BSAR 2, NBSAR et NBSAR Canada, représentant un nombre total de 28.383.940 BSAR existants à la date du présent projet de note en réponse. Tous les BSAR existants de la Société sont incessibles.

Il est précisé que les BSAR 1 et les BSAR 2 ont fait l'objet d'un regroupement qui a été décidé au cours de l'Assemblée Générale Mixte des titulaires de BSAR qui s'est tenue le 29 juin 2016 (8 anciens BSAR pour 1 BSAR regroupé).

	BSAR 1	BSAR 2	NBSAR	NBSAR Canada
Nombre de BSAR	21.444.130	6.458.435	411.375	70.000
Date d'émission	12/07/2013	27/01/2015	15/06/2015 21/07/2015	03/07/2015
Début de la 1 ^{ère} période d'exercice*	12/07/2016	12/07/2016	01/06/2018	01/06/2018
Nombre maximum d'actions pouvant être émises durant la 1 ^{ère} période d'exercice	1.332.713	401.982	205.687	35.000
Fin de la 1 ^{ère} période et début de la 2 ^{ème} période d'exercice	12/07/2017	12/07/2017	01/06/2019	01/06/2019
Fin de la période d'exercice	12/07/2018	12/07/2018	31/05/2020	31/05/2020
Nombre minimum d'actions pouvant être émises durant la 2 ^{ème} période d'exercice	1.347.803	405.322	205.688	35.000
Nombre de BSAR nécessaires à la souscription d'une action	8	8	1	1
Prix d'exercice par BSAR	0,27 €	0,49 €	7,32 €	7,55 €

* 25 à 50% des BSAR sont exerçables, en une seule fois, lors de la 1^{ère} période d'exercice, le solde étant exerçable pendant la 2^{ème} période d'exercice.

Les BSAR 1 et BSAR 2 sont partiellement exerçables par leurs porteurs depuis le 12 juillet 2016, tandis que les NBSAR et les NBSAR Canada ne seront exerçables qu'à compter du 1^{er} juin 2018.

Les actions nouvelles Valtech qui seraient émises sur exercice des BSAR après la clôture de l'Offre et la mise en œuvre du Transfert Obligatoire feront l'objet des mécanismes de liquidité suivants, qui seront mis en place par l'Initiateur au profit des porteurs de BSAR :

- **BSAR exerçables à la date d'ouverture de l'Offre**

Les porteurs de BSAR exerçables à la date d'ouverture de l'Offre bénéficieront d'une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice desdits BSAR et exerçable à compter de la date d'exercice effective des BSAR par chaque titulaire de BSAR durant l'intégralité de la première période d'exercice, étant précisé que le prix de ladite promesse d'achat sera égal à celui proposé dans le cadre de l'Offre, soit 12,50 euros par action Valtech (le « **Mécanisme A** »).

- **BSAR non exerçables à la date d'ouverture de l'Offre**

Les porteurs de BSAR non exerçables à la date d'ouverture de l'Offre pourront opter pour l'un ou l'autre des mécanismes décrits ci-dessous.

Le premier mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme B** ») consistera en :

- une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable à compter de la date d'exercice effective desdits BSAR par chaque titulaire de BSAR pendant une période de trois (3) mois, étant précisé que le prix de ladite promesse d'achat sera déterminé annuellement par un expert, sur la base des comptes consolidés de la Société au titre de l'exercice précédent et selon une méthode multicritères (la « **Promesse d'Achat n°1** ») ;

- une promesse d'achat qui leur sera consentie par l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de la Société, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur dans le cadre du changement de contrôle (la « **Promesse d'Achat n°2** ») ; et
- une promesse de vente consentie par les titulaires des BSAR à l'Initiateur, portant sur les actions Valtech résultant de l'exercice des BSAR et exerçable en cas de cession par l'Initiateur à un tiers de tout ou partie de ses actions Valtech entraînant un changement de contrôle au niveau de la Société, aux mêmes conditions notamment de prix que celles proposées par ledit tiers à l'Initiateur dans le cadre du changement de contrôle (la « **Promesse de Vente** »).

Alternativement, le second mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme C** ») consistera en :

- une extension d'une durée de trois (3) ans de chacune des périodes d'exercice des BSAR ;
- une Promesse d'Achat n°2 ; et
- une Promesse de Vente.

Un courrier sera adressé par l'Initiateur aux porteurs de BSAR pour les informer des mécanismes de liquidité qui leur sont proposés. A défaut de réponse du porteur de BSAR indiquant à l'Initiateur la formule retenue (mécanismes A et B ou mécanismes A et C), dans le délai indiqué dans le courrier, seuls les mécanismes A et B seront applicables à ce porteur.

Il est par ailleurs précisé que la société Cosmoledo, contrôlée par Monsieur Sebastian Lombardo, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas exercer pendant la période d'Offre les BSAR exerçables qu'elle détient, soit 11.264.704 BSAR (dont 8.587.301 BSAR 1 et 2.677.403 BSAR 2), sur un total de 17.174.602 BSAR 1 et 5.354.807 BSAR 2 représentant 2.816.175 actions potentielles.

7. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 3.333.233,31 euros, divisé en 26.591.970 actions, entièrement libérées et toutes de même catégorie, représentant autant de droits de vote.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote sont répartis comme suit à la date du présent projet de note en réponse :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
SiegCo ⁽¹⁾	23.022.623	86,58%
Verlinvest	1.875.000	7,05%
Sous-total SiegCo / Verlinvest	24.897.623	93,63%
Public	1.694.347	6,37%
Total	26.591.970	100,00%

(1) La société SiegCo est détenue à 79,55% par Verlinvest, 13,63% par la société Cosmoledo et 6,82% par la société Luckyway, étant précisé que la société Cosmoledo est elle-même détenue à hauteur de 63% par Monsieur Sebastian Lombardo et la société Luckyway à 100% par Monsieur Laurent Schwarz.

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucune action auto-détenue par la Société ni aucun titre de capital, instrument financier ou droit émis par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci autre que les actions Valtech et les BSAR susmentionnés.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.2.1 Obligation de déclaration du franchissement de seuils

Les statuts de la Société ne prévoient aucune stipulation particulière en matière d'information relative aux franchissements de seuils par ses actionnaires.

Il est cependant précisé que, conformément au droit anglais, le franchissement à la hausse ou à la baisse des seuils suivants doit être notifié à la Société, laquelle notifiera ensuite lesdits seuils à son autorité compétence (le *Financial Conduct Authority*) : 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% et 75% des droits de vote.³

7.2.2 Transfert d'actions

L'article 73 des statuts de la Société prévoit une liste de situations dans lesquelles le conseil d'administration de la Société peut refuser d'enregistrer le transfert d'une action représentée par un certificat. Tel est le cas lorsque :

- l'action n'est pas entièrement libérée ;
- le transfert n'a pas été déclaré au siège social de la Société ou dans tout autre lieu désigné par le conseil d'administration ;
- le transfert n'est pas assorti du certificat des actions auxquelles il se rapporte, ou de toute autre preuve que le conseil d'administration peut raisonnablement demander afin d'attester du droit du cédant à effectuer le transfert, ou de prouver le droit d'une personne autre que le cédant à effectuer le transfert pour le compte de ce dernier ;
- le transfert concerne plus d'une catégorie d'actions ; ou
- le transfert est fait au profit de plus de quatre (4) cessionnaires.

L'article 74 des statuts de la Société prévoit que le transfert d'une action non représentée par un certificat ne doit pas être enregistré s'il est fait au profit de plus de quatre (4) cessionnaires.

L'article 75 des statuts de la Société prévoit une procédure de transfert obligatoire à un actionnaire existant (« *compulsory transfer to an existing shareholder* »), étant précisé que le Transfert Obligatoire ne peut être mis en œuvre que dans les conditions suivantes :

1. L'actionnaire majoritaire adresse au conseil d'administration de la Société une proposition d'offre (« *Offer Proposal* »), fixant les conditions dans lesquelles il propose de faire une offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* ») portant sur l'ensemble des actions existantes de la Société et des actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre.
2. Le conseil d'administration examine la proposition d'offre, et notamment si elle comprend un « prix équitable » (« *fair price* »), au regard d'un rapport qu'il sollicite auprès d'une banque d'investissement d'une bonne réputation, d'un conseil financier ou, le cas échéant, au regard du rapport de l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'offre publique d'achat.

Le prix par action est apprécié « *en supposant qu'il s'agit de la vente de l'intégralité du capital social émis de la Société, susceptible d'être conclue entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché et, le cas échéant, sans intégrer de décote du fait que les actions visées par l'offre représentent une participation minoritaire* ».

Le conseil d'administration rend alors soit un avis d'acceptation de la proposition d'offre, soit un avis de rejet de ladite proposition.

3. Lorsque le conseil d'administration se prononce favorablement, l'actionnaire majoritaire peut alors lancer une offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* ») dans un délai de vingt (20) jours ouvrables.
4. Si, à l'issue de l'offre publique d'achat (« *Qualifying Offer* »), l'actionnaire majoritaire et les actionnaires qui ont apporté leurs actions à l'offre publique d'achat détiennent ensemble au moins 80% du capital de la Société émis à la date du lancement de l'offre publique d'achat, l'actionnaire majoritaire peut requérir de la Société, dans un délai de dix (10) jours ouvrables, la mise en œuvre du Transfert Obligatoire en demandant à la Société l'émission d'un « avis de vente des actions restantes » (« *Remainder Sale Notice* ») à destination des actionnaires restants.

³ La Société est considérée comme un émetteur « non britannique » dans le cadre de la réglementation « *UK Disclosure and Transparency Rules* » (« *non-UK issuer* »).

L'actionnaire restant qui ne transférerait pas ses actions conformément audit avis sera réputé avoir désigné un mandataire (déterminé à l'avance par le conseil d'administration ou l'actionnaire majoritaire) chargé d'accepter l'« avis de vente des actions restantes » et de signer tout document aux fins de transférer lesdites actions à l'actionnaire majoritaire en lieu et place de l'actionnaire restant.

Dans un tel cas, la Société recevra en dépôt la somme due à l'actionnaire restant dont les actions auront été vendues à l'actionnaire majoritaire à l'issue de la procédure de Transfert Obligatoire et sera dépositaire de ces fonds pour le compte de cet actionnaire. Par la suite, la Société procédera à l'enregistrement des cessions d'actions au profit de l'actionnaire majoritaire initiateur de l'offre publique d'achat.

L'article 76 des statuts de la Société prévoit une clause de sortie forcée des actionnaires minoritaires (« *Transfer to a Third Party (Drag Rights)* ») en cas de cession par les actionnaires majoritaires de l'intégralité de leurs actions à un tiers acquéreur, lequel s'engage à racheter l'intégralité des actions de la Société.

L'article 77 des statuts de la Société prévoit une clause de sortie conjointe des actionnaires minoritaires (« *Transfer to a Third Party (Tag Rights)* ») en cas de cession par les actionnaires majoritaires de l'intégralité de leurs actions à un tiers acquéreur, lequel devra alors s'engager à racheter l'intégralité des actions de la Société.

7.2.3 Droit de vote double

Néant.

7.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la section 6 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote.

7.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse.

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

Néant.

7.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

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.

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

La Société est une société européenne régie par les dispositions de droit anglais, les dispositions communautaires et ses statuts.

7.8.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 11 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration de trois (3) membres au moins et de dix (10) membres au plus.

Selon l'article 29 des statuts, toute personne qui y est autorisée par la loi peut être nommée administrateur, au moyen du vote d'une résolution ordinaire (*Ordinary Resolution*⁴) à la majorité simple ou par décision du conseil d'administration, soit pour pallier un départ, soit pour compléter le conseil d'administration.

L'article 30 des statuts prévoit qu'aucune autre personne qu'un administrateur arrivant au terme de son mandat ne peut être nommée administrateur par une assemblée générale, à moins que :

- la candidature de cette personne ait été recommandée par le conseil d'administration ; ou
- au plus tôt quarante-deux (42) jours avant la date de l'assemblée susvisée et au plus tard sept (7) jours avant cette date, une demande n'ait été adressée au siège social par un actionnaire (autre que la personne en question) ayant la capacité de voter en assemblée générale en vue de nommer ou de renommer cette personne aux fonctions d'administrateur, dans laquelle doit figurer l'ensemble des informations dont l'indication dans le registre des administrateurs de la Société serait requise si cette personne était nommée ou renommée administrateur, et qui doit être accompagnée d'une acceptation expresse de la personne susceptible d'être nommée ou renommée aux fonctions d'administrateur.

Les dispositions relatives au terme du mandat d'administrateur sont prévues par l'article 31 des statuts, selon lequel :

- les administrateurs sont désignés pour un mandat de quatre (4) ans, excepté lorsque les actionnaires décident lors d'une assemblée générale annuelle, que le mandat d'un administrateur doit être plus court ;
- s'il n'est pas procédé au remplacement de l'administrateur arrivé au terme de son mandat lors de l'assemblée générale au terme de laquelle ce mandat s'achève, l'administrateur arrivé au terme de son mandat pourra, s'il en exprime la volonté, être automatiquement reconduit dans ses fonctions pour une période d'un (1) an, hormis dans l'hypothèse où les actionnaires ont décidé de ne pas pourvoir à son remplacement ou encore dans le cas où une résolution visant à reconduire cet administrateur dans ses fonctions n'a pas obtenu de majorité ;
- les actionnaires peuvent décider lors d'une assemblée générale de renouveler pour une période de quatre (4) ans (ou pour une période plus courte) le mandat d'un administrateur présumé se retirer ;
- si, lors d'une assemblée générale annuelle de la Société, aucun des administrateurs dont le mandat est arrivé à son terme n'a été ou n'est présumé avoir été reconduit dans ses fonctions, alors chacun de ces administrateurs restera en fonction le temps nécessaire pour que les actionnaires de la Société procèdent à la nomination d'au moins deux administrateurs pour les remplacer.

7.8.2 Modification des statuts de la Société

Les statuts sont modifiés au moyen du vote d'une résolution spéciale (*Special Resolution*⁵), à une majorité de 75% des voix des actionnaires.

7.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration est responsable de la gestion des activités de la Société et peut, à cet effet, exercer tous pouvoirs. Les pouvoirs du conseil d'administration peuvent être limités par les actionnaires lesquels peuvent, par le vote d'une résolution spéciale, enjoindre au conseil d'administration de prendre, ou s'abstenir de prendre, une mesure spécifique.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose, à la date du présent projet de note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société réunie le 30 juin 2016 :

⁴ Au sens de l'article 282 du *Companies Act 2006*.

⁵ Au sens de l'article 283 du *Companies Act 2006*.

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre des actions et titres donnant accès au capital (18 ^{ème} résolution)	30 juin 2016	1.500.000 €	5 ans	Néant
Délégation de compétence au conseil d'administration d'émettre des actions et titres donnant accès au capital (au titre du capital autorisé prévu à la 18 ^{ème} résolution) sans droit préférentiel de souscription (20 ^{ème} résolution)	30 juin 2016	1.500.000 €	5 ans	Emission de 18.429 actions Valtech suite à l'exercice de BSAR 1 et BSAR 2 (réunion du conseil d'administration du 13 décembre 2016)
Programme de rachat par la Société de ses propres actions (21 ^{ème} résolution)	30 juin 2016	2.600.000 actions (soit 9,78% du capital social ordinaire émis)	Prend fin à l'issue de la prochaine assemblée générale annuelle de la Société	Néant

7.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

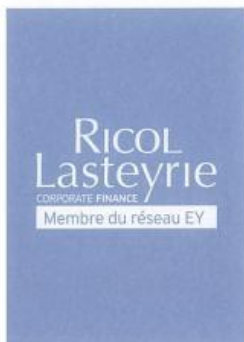
Il n'existe aucun accord de ce type susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Sebastian Lombardo
Président Directeur Général

ANNEXE 1 - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



2 avenue Hoche - 75008 Paris
Tél. : +33 (0)1 44 15 15 15
Fax : +33 (0)1 44 15 25 50

Valtech S.E.

Rapport d'évaluation de l'Expert Indépendant

Ricol Lasteyrie Corporate Finance
Conseil en Investissements Financiers immatriculé sous le n° ORIAS 13000169 auprès de l'ACIFTE, association agréée par l'AMF
Société par actions simplifiée au capital de 67 600 euros - RCS Paris B 393 166 319 - TVA n° FR 18393166319

Sommaire

1. Présentation de l'opération	3
1.1 Présentation de la société Valtech	3
1.1.1 Historique et activité de la Société	3
1.1.2 Actionnariat de la Société	3
1.1.3 Analyse et perspectives du marché du marketing digital	4
1.1.4 Analyse des performances historiques	6
1.2 Contexte de la mission	8
2. Déclaration d'indépendance	10
3. Diligences effectuées	10
4. Analyse de l'Offre et de son contexte	11
5. Evaluation de Valtech	14
5.1 Méthodes d'évaluation écartées	14
5.2 Référence et méthode d'évaluation retenues à titre principal	15
5.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	15
5.2.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	16
5.2.3 Multiples boursiers des sociétés comparables	20
5.3 Référence et méthodes d'évaluation présentées à titre d'information	23
5.3.1 Analyse du cours de bourse	23
5.3.2 Multiples observés lors des transactions comparables	25
6. Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre présentés par la banque présentatrice	27
6.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	27
6.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	28
6.2.1 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	28
6.2.2 Méthode des sociétés comparables cotées	28
6.2.3 Transactions récentes sur le capital de la Société	29
6.2.4 Analyse du cours de bourse	29
6.3 Synthèse des valeurs obtenues par la banque présentatrice	29
7. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	30
7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	30
7.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert	30
ANNEXES	32

Nous avons été désignés, le 22 novembre 2016, par la société Valtech SE (« Valtech » ou la « Société ») après consultation des membres de son Conseil d'administration, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions offertes par la société SiegCo (l'« Initiateur ») agissant de concert avec Verlinvest (actionnaire détenant le contrôle de SiegCo) aux actionnaires de la Société, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre »).

Le prix proposé aux actionnaires de la Société s'établit à 12,5 euros par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement (i) de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société, compte tenu du fait que la Société est contrôlée par l'Initiateur au moment de l'Offre, et (ii) de l'article 75 des statuts de la Société inséré le 30 juin 2016 conformément aux dispositions du *Companies Act* 2006 (Royaume-Uni), du fait de l'intention de l'Initiateur de l'Offre de mettre en œuvre une procédure ad hoc de « transfert obligatoire à un actionnaire existant ».

Il nous appartient de nous assurer que les conditions financières proposées aux actionnaires de la Société, sont équitables dans le cadre de l'Offre, et satisfont aux conditions stipulées aux termes de l'article 75 des statuts de la Société.

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, complétée de la recommandation 2006-15 de l'AMF modifiée le 27 juillet 2010. Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2015. Les comptes semestriels au 30 juin 2016 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'opération

1.1 Présentation de la société Valtech

1.11 Historique et activité de la Société

Fondée en 1992, Valtech est la 1^{ère} agence européenne indépendante dans le marketing digital et technologique.

Depuis sa création, Valtech a toujours été un acteur spécialisé sur les technologies de l'Internet, avec un positionnement transversal entre conseil et stratégie, média et services informatiques.

L'arrivée d'un actionnaire de référence en 2010, SiegCo, à la suite d'une offre publique d'achat, et la mise en place d'une nouvelle équipe de direction, a permis d'entamer un recentrage autour du digital qui constitue aujourd'hui l'essentiel de l'activité.

Acteur digital « *full service* », Valtech dont le nom signifie « *value through technology* », propose des prestations axées autour de la conception, la mise en place et le suivi des stratégies digitales des grandes marques à toutes les étapes d'un projet. Elle accompagne ainsi ses clients dans leur développement grâce aux technologies de l'Internet.

Présente dans 13 pays (Allemagne, Australie, Canada, Danemark, Etats-Unis, France, Inde, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Pays-Bas et Argentine) avec environ 1 500 collaborateurs, Valtech a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 184,9 M€ et un EBITDA ajusté de 14,8 M€ en 2015.

1.12 Actionnariat de la Société

Les actions de la Société sont cotées au Compartiment B d'Euronext Paris (introduction sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris en avril 1999).

Au cours des 12 derniers mois, la Société a fait l'objet d'une première offre publique d'achat simplifiée lancée par son actionnaire de référence et ouverte du 12 janvier au 1^{er} février 2016.

Préalablement à l'annonce de l'OPAS intervenue début 2016, sa capitalisation boursière atteignait 227 M€ (14 décembre 2015). Préalablement à l'annonce de la présente Offre, le 16 décembre 2016, elle atteint un montant de 322,3 M€.

A la date d'annonce de la présente Offre, le capital de Valtech est détenu à hauteur de :

- 84,35 % par SiegCo qui en a pris le contrôle fin 2009 dans le cadre d'une offre publique d'achat au prix de 0,4 euro par action, puis a renforcé sa participation fin 2014 via une augmentation de capital réservée au prix de 4,30 euros par action, avant d'en acquérir :
 - 1 405 789 actions pendant la période de pré-offre et 2 595 863 actions pendant l'offre intervenue début 2016 au prix de 11,50 euros ;
 - 2 blocs d'actions (60 000 et 80 000) en juillet 2016, au prix de 11,50 euros ;
- 7,05 % par Verlinvest ;
- 8,60 % par le public.

La Société a émis des BSAR en juillet 2013 et janvier, juin et juillet 2015, exerçables entre juillet 2016 et mai 2020. Les 28 383 940 BSAR existants (après exercice de 147 432 BSAR le 13 décembre 2016) donnent droit à 3 969 195 actions.

Le capital de la société SiegCo est, lui, détenu à hauteur de :

- 79,55 % par la société Verlinvest qui détient ainsi indirectement 66,73 % du capital de Valtech ;
- 13,63 % par la société Cosmoledo détenue par Monsieur Sebastian Lombardo (Chairman et CEO de Valtech) à hauteur de 63 % ;
- 6,82 % par la société LuckyWay Sprl détenue à 100 % par Monsieur Laurent Schwarz.

1.13 Analyse et perspectives du marché du marketing digital

Compte tenu du repositionnement opéré depuis 5 ans, le marketing digital est dorénavant le premier marché de la Société, l'activité digitale contribuant pour près de 100 % au chiffre d'affaires.

Analyse du marché

Le marketing digital recouvre l'ensemble des techniques marketing utilisées par les entreprises sur les supports et canaux digitaux : création et optimisation des sites de e-commerce, stratégie de promotion sur les outils de recherche et gestion des référencements, utilisation des médias sociaux, marketing viral, gestion de l'e-réputation.

Ce marché est caractérisé par l'émergence permanente de nouveaux supports (mobile, tablettes, objets connectés) et de nouveaux médias (réseaux sociaux), qui contraint les entreprises à faire évoluer leurs stratégies de marketing et de communication.

Ainsi, alors que le e-commerce est attendu en progression de 23 % par an entre 2015 et 2020, le m-commerce (sur smartphones et tablettes) devrait croître de 39 % par an. Le commerce sur mobile représentera ainsi 59 % du marché en 2020¹.

Parallèlement, Internet représente aujourd'hui une part croissante des investissements publicitaires : Internet est le second support derrière la télévision (avec un écart qui devrait se réduire de 11 points en 2015 à 4 points en 2017), et représente déjà plus de la moitié des budgets sur des marchés tels que le Royaume-Uni, le Danemark ou la Norvège. Le marché des investissements en publicité digitale dans le monde représente En 2020, Internet devrait représenter près de la moitié du marché mondial de la publicité².

Du fait de ces évolutions, les entreprises manifestent un important besoin de conseil et les projets de transformation digitale se multiplient : selon une étude réalisée par Capgemini, 75 % des entreprises en prévoient un dans les deux ans à venir. L'objectif le plus cité par les entreprises est la recherche de nouvelles offres et de nouveaux modes d'achat³.

¹ Source : Euromonitor, eMarketer, Goldman Sachs Global Investment Research

² Source : ZenithOptimedia, eMarketer

³ Source : Baromètre des pratiques digitales Econocom

Concurrence et positionnement de Valtech

Valtech est la première agence indépendante dans le marketing digital et technologique en Europe (l'Europe représente plus des trois quarts de son activité en 2015), et figure parmi les 10 premières agences mondiales de marketing digital. Elle accompagne ses clients dans l'ensemble des questions de transformation digitale : stratégie, conception et création de sites, développement de plateformes, intégration technologique.

Compte tenu de la diversité des problématiques rencontrées dans le marketing digital, Valtech est confronté à quatre types de concurrents : (i) les agences de publicité traditionnelles (Publicis, WPP, Ogilvy...), (ii) les cabinets de conseil (Accenture, BCG ...), (iii) les SSII (Atos, CapGemini, Logica...), et (iv) les pure players du digital (Razorfish, Sapient, Isobar ...).

Valtech sécurise son *pricing power* par rapport à des concurrents tels que les SSII en s'adressant prioritairement aux directions marketing et aux directions générales plutôt qu'aux directions informatiques.

Cependant, l'intensité concurrentielle est croissante sur ce marché du fait de l'importance stratégique des enjeux pour les entreprises. Valtech peut également être confronté à l'internalisation par les entreprises d'une partie des projets digitaux.

Enfin, le secteur des pure players digitaux connaît une phase de concentration : nous avons recensé près d'une trentaine de transactions sur les 5 dernières années, et de rachat par les grands groupes mondiaux de publicité (à titre d'exemple, Publicis a racheté Razorfish, Rosetta, LBI, Nurun, et plus récemment Sapient).

Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
✓ Portefeuille de compétences permettant une réponse globale aux besoins des clients ✓ Capacité de déploiement de projets mondiaux ✓ Spécialiste de la gestion de projet en mode agile ✓ Portefeuille de clients multisectoriel et premium faiblement concentré	✓ Taille réduite par rapport aux géants du secteur ✓ Rentabilité modeste ✓ Activité en France en faible croissance malgré la réorganisation
Opportunités	Menaces
✓ Croissance des besoins des entreprises en termes de marketing digital	✓ Intensification de la concurrence des acteurs rachetés par des grands groupes ✓ Concurrence sur les cibles de croissance externe ✓ Apparition d'une technologie disruptive ✓ Difficultés à recruter ✓ Renchérissement du coût des ressources offshore

1.14 Analyse des performances historiques

Le rapport du réviseur d'entreprises agréé sur les comptes consolidés de l'exercice clos au 31 décembre 2015, selon le référentiel IFRS, comporte une certification sans réserve. Les comptes au 30 juin 2016 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Evolution de la profitabilité

Compte de résultat simplifié

En M€	2013	2014	2015	30/06/2016
Chiffre d'affaires	136	154	184	102
% croissance	2.7%	13.2%	19.5%	17.0%
% croissance à taux de change et périmètre constants	7.5%	13.9%	22.3%	13.5%
Autres revenus	1	0	1	0
Coûts des ventes	(94)	(103)	(122)	(68)
Marge brute	44	52	63	34
% du chiffre d'affaires	32.3%	33.7%	34.1%	33.6%
EBITDA ajusté *	7	10	15	7
% du chiffre d'affaires	5.1%	6.4%	8.0%	6.7%
Résultat opérationnel courant	4	7	10	5
% du chiffre d'affaires	2.7%	4.7%	5.7%	5.1%
Résultat opérationnel	2	4	10	4
% du chiffre d'affaires	1.4%	2.5%	5.4%	4.2%

* : retraité des charges exceptionnelles (restructurations) et des charges du plan de BSAR

Source : Document de référence 2014, Rapport annuel 2015, Rapport semestriel 30/06/2016

Après avoir connu une forte croissance dans les années 90, Valtech a dû faire face à de nombreuses difficultés auxquelles s'est ajoutée une conjoncture difficile en 2009, entraînant une détérioration de l'ensemble de ses marchés (excepté en Suède). La Société a ainsi réalisé des pertes opérationnelles en 2009, 2010 et 2011 (montant cumulé de 5,8 millions d'euros en courant et de 16,5 millions d'euros y compris coûts de restructuration et dépréciation des goodwill).

Depuis l'arrivée de son actionnaire de référence en 2010 et la mise en place d'une nouvelle équipe de direction, Valtech a déployé une stratégie de croissance externe ainsi qu'un recentrage autour du digital qui constitue l'essentiel de la croissance aujourd'hui. Le chiffre d'affaires a ainsi progressé de près de 19% en moyenne entre 2010 et 2015.

La croissance du chiffre d'affaires est portée par la poursuite du développement dynamique des filiales d'Europe du Nord (64% du chiffre d'affaires en 2015), et par l'accélération des activités digitales en Amérique du Nord (18% du chiffre d'affaires) où le groupe a réalisé l'acquisition de w.illi.am au Canada en 2015.

La zone Europe du Sud (France) qui reste un important contributeur de revenus du groupe (17% du chiffre d'affaires en 2015), peine cependant à accomplir son processus de transformation du business model.

Valtech est également présent dans la zone Asie/Pacifique (8% du chiffre d'affaires en 2015) où il s'est renforcé en 2014 avec l'acquisition de Neon Stingray. Le groupe possède par ailleurs une plateforme offshore en Inde.

Valtech a renoué avec une rentabilité positive à compter de 2012, malgré des coûts de restructuration significatifs en 2013 et en 2014. Un accroissement de la marge brute conjugué à une maîtrise des charges fixes explique l'amélioration de la rentabilité en 2014.

L'exercice 2015 a connu une croissance organique du chiffre d'affaires de 22,3% portée notamment par le déploiement des activités aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et dans une moindre mesure en Allemagne et en Suède. Les acquisitions ont contribué pour près de 10% à la croissance. En 2015, les activités historiques de services IT aux Etats-Unis ont été classées en activités non poursuivies (leur chiffre d'affaires représentait 13,7 millions d'euros en 2014). Ces activités ont été cédées début 2016. La marge d'EBITDA ajusté a gagné 1,6 point entre 2014 et 2015.

Au premier semestre 2016, le chiffre d'affaires a progressé de 17,1% par rapport au premier semestre 2015 dont 13,5% en organique. La marge d'EBITDA ajusté s'est légèrement dégradée du fait de l'augmentation forte des frais commerciaux. Le management attribue également cette dégradation au décalage de certains gros contrats aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Perspectives 2016-2019

Un plan stratégique « Rocket » a été communiqué au marché fin 2014. Etabli sur l'horizon 2015-2017, ce plan, qui vise à l'horizon 2017 un chiffre d'affaires compris entre 240 et 260 millions d'euros et une marge d'EBITDA ajustée comprise entre 11% et 12%, suit une stratégie de repositionnement sur le marché du marketing digital et technologique et vise à entrer dans le Top 5 mondial des agences de marketing digital. Ce plan repose sur une stratégie de M&A active et ciblée, une présence internationale accrue et une offre toujours plus innovante et à forte valeur ajoutée.

Le management de Valtech nous a communiqué l'atterrissage 2016 ainsi qu'un plan d'affaires couvrant la période 2017 à 2019, remis à jour dans le cadre du processus habituel d'établissement des prévisions, en novembre 2016. Les principales hypothèses de ce plan d'affaires sont présentées en point 4.221 ci-après.

*Analyse de la situation patrimoniale***Bilan simplifié**

en m€	2013	2014	2015	30-juin-16
Goodwill	14,8	15,2	17,8	16,4
Impôts différés actifs	2,7	2,6	3,3	3,4
Immobilisations	6,8	8,0	9,4	9,2
BFR	7,1	10,1	16,1	24,3
Actif économique	31,4	35,9	46,6	53,3
Capitaux propres	28,8	57,4	59,2	58,4
Provisions et IDR	2,4	3,0	4,0	5,3
Emprunts & Découvert	4,9	0,9	0,1	6,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(5,3)	(26,2)	(17,6)	(17,4)
Impôts différés passif	0,6	0,7	0,9	0,9
Passif économique	31,4	35,9	46,6	53,3

Au 30 juin 2016, l'actif immobilisé de Valtech est principalement constitué d'actifs IT (logiciels et matériel informatique) pour 4 M€ et de dépôts et cautions versés dans le cadre des locations immobilières du groupe pour 2,5 M€.

Le goodwill est principalement lié aux acquisitions, aux États-Unis (Adea en 2010), en Inde (Majoris), en Allemagne (Synaris), en France (ACDSI), au Canada (W.ili.am). Du fait de l'arrêt d'une partie des activités aux États-Unis, le goodwill lié à l'acquisition d'Adea a été déprécié de 1,8 millions d'euros en 2014. Au 1^{er} semestre 2015, les activités historiques aux États-Unis ont été placées dans une filiale spécifique et cédées en 2016.

Le BFR s'élève à 23,4 M€ au 30 juin 2016 contre 16,1 millions d'euros au 31 décembre 2015. La forte augmentation du BFR au 30 juin est attribuée par le management au retard de règlement enregistré sur deux créances clients (à hauteur de 4,9 M€).

Au 30 juin 2016, le groupe est en situation de trésorerie nette positive à hauteur de 11,2 millions d'euros.

Les capitaux propres au 30 juin 2016 s'établissent à 58,4 millions d'euros, en légère baisse par rapport au 31 décembre 2015.

1.2 Contexte de la mission

L'Offre fait suite à une précédente offre publique d'achat simplifiée lancée en janvier 2016 par SiegCo de concert avec Verlinvest (actionnaire détenant le contrôle de SiegCo). Dans le cadre de cette offre, ouverte du 12 janvier au 1^{er} février 2016, SiegCo et Verlinvest ont acquis 4 001 652 actions Valtech, soit 17,6 % du capital, au prix de 11,50 euros par action. À l'issue de cette première offre, SiegCo détenait, de concert avec Verlinvest, 87,87% du capital. Ce pourcentage a été porté à 91,40 % à la date de présentation de la présente Offre du fait (i) de l'annulation de 929 721 actions auto-détenues et (ii) de l'acquisition, en cours d'année, de deux blocs de 60 000 et 80 000 actions à 11,50 euros.

En application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SiegCo a déposé le 3 janvier 2017 auprès de l'Autorité des Marchés Financiers un projet d'offre publique d'achat simplifiée au prix de 12,5 euros par action.

L'Offre vise la totalité des actions émises et en circulation de la Société qui ne sont pas détenues par l'Initiateur, soit 2 612 747 actions (y compris 326 608 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR exerçables). Depuis le dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a acquis 590 454 actions.

En avril 2016, la Société a annoncé un projet de transfert de son siège social du Luxembourg au Royaume-Uni. Ce projet s'inscrivant « *dans le cadre du développement du groupe, compte tenu de l'essor des activités outre-Manche et de la forte présence au Royaume-Uni, à Londres, Manchester et Bristol* » a été ratifié par l'Assemblée Générale Extraordinaire de Valtech, réunie le 30 juin 2016.

Les nouveaux statuts de la Société, prévoient en leur article 75, conformément au *Companies Act* de 2006, la possibilité pour un actionnaire lançant une offre sur la Société et détenant plus de 80 % du capital à l'issue de ladite offre, de mettre en œuvre une procédure de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* » au terme de laquelle les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre publique doivent les lui vendre au même prix. Cet article des statuts a explicitement été soumis au vote de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 30 juin 2016 qui l'a accepté (à 99,51% des votants).

A la clôture de l'Offre, l'Initiateur, détenant plus de 80 % du capital, mettra en œuvre la procédure de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* » prévue dans les statuts de la Société.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement (i) de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société, compte tenu du fait que la Société est contrôlée par l'Initiateur au moment de l'Offre, et (ii) de l'article 75 des statuts de la Société inséré le 30 juin 2016 conformément aux dispositions du *Companies Act* 2006 (Royaume-Uni), du fait de l'intention de l'Initiateur de l'Offre de mettre en œuvre une procédure ad hoc de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* ».

Nous devons ainsi nous prononcer sur le caractère équitable du prix d'offre dans le cadre de l'OPAS et sur « *le juste prix par action en supposant qu'il s'agit de la vente de l'intégralité du capital social émis de la Société, susceptible d'être conclue entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché et, le cas échéant, sans intégrer de décote du fait que les actions visées par l'Offre représentent une participation minoritaire* » conformément à l'article 75 des statuts de la Société.

Il nous paraît que la notion de « juste prix » stipulée dans les statuts est compatible avec celle d'équité du prix d'offre, et nous mettrons en œuvre les mêmes diligences pour parvenir à cette double conclusion.

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie Corporate Finance (« RLCF ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

RLCF ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'Offre, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par RLCF au cours des deux dernières années figure en annexe 2, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

RLCF atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Pour une parfaite information, nous mentionnons que dans le cadre de l'offre lancée par SiegCo et Verlinvest en janvier 2016, nous avons été mandatés par SiegCo afin d'établir un rapport destiné à la Commission de Surveillance du Secteur Financier du Grand-Duché du Luxembourg (« la CSSF ») dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire que SiegCo envisageait de mettre en place sur les actions de la Société à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée. SiegCo n'ayant pas atteint le seuil de 95 % du capital de Valtech, cette mission n'a pas été menée à son terme.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation de Valtech pour apprécier le caractère équitable du prix offert et s'il s'agit d'un juste prix ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (rapport annuel, communiqué de presse,...) publiées par Valtech au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2015. En particulier nous avons vérifié que ces comptes avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2016 qui ont fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes au terme de laquelle aucune réserve n'a été formulée.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la Société ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières de la Société. Ces échanges ont porté sur :

- le contexte de l'Offre ;
- l'atterrissage des comptes 2016 ;
- l'évolution de l'activité et les perspectives de développement de Valtech à moyen et long terme.

Nous nous sommes également entretenus avec le management et l'Initiateur sur les éventuelles marques d'intérêt que la Société ou son actionnaire de référence aurait pu recevoir.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Nous avons pris connaissance des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté à plusieurs reprises avec les représentants de l'établissement présentateur.

Enfin, un groupe d'actionnaires minoritaires nous a adressé le 20 décembre 2016 un courrier formulant un certain nombre de remarques et de questions en réaction à l'annonce du projet d'Offre. Nous avons rencontré des représentants de ces actionnaires minoritaires, et avons eu un contact avec un autre actionnaire minoritaire non associé à leur démarche.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. Analyse de l'Offre et de son contexte

Accords connexes à l'Offre

Ainsi que rappelé au paragraphe 1.2 ci-dessus, la présente Offre, au prix de 12,50 euros par action, vise la totalité des actions émises et en circulation de la Société qui ne sont pas détenues par l'Initiateur, soit 2 612 747 actions⁴ (y compris 326 608 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre sur exercice des BSAR 1 et 2). L'Offre ne vise pas les BSAR émis par la Société.

La société Cosmoledo, contrôlée par Monsieur Sebastian Lombardo détient un total de 22 529 409 BSAR (dont 11 264 704 actuellement exerçables) représentant 2 816 175 actions potentielles. La société Cosmoledo s'est engagée à ne pas exercer les BSAR qu'elle détient durant la période d'Offre.

⁴ Depuis le dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a acquis 590 454 actions.

Les actions émises sur exercice des BSAR après la clôture de l'Offre et la mise en œuvre de la procédure de Transfert Obligatoire, feront l'objet de mécanismes de liquidité mis en place par l'Initiateur au profit des porteurs de BSAR :

- (i) Les actions potentielles provenant de l'exercice des BSAR exerçables à la date d'ouverture de l'Offre feront l'objet d'une promesse d'achat de l'Initiateur aux mêmes conditions de prix que la présente Offre ;
- (ii) Les actions potentielles provenant de l'exercice des BSAR non exerçables à la date d'ouverture de l'Offre feront l'objet de deux promesses d'achat et d'une promesse de vente :
 - o Promesse d'achat n°1 : exerçable à compter de la date d'exercice des BSAR pendant une période de 3 mois sur la base d'un prix déterminé une fois par an par l'Initiateur sur la base des derniers comptes consolidés selon une méthode multicritères ;
 - o Promesse d'achat n°2 : exerçable, en cas de cession de titres par l'Initiateur entraînant un changement de contrôle de la Société, aux mêmes conditions de prix que celles proposées à l'Initiateur ;
 - o Promesse de vente : consentie par les porteurs de BSAR, en cas de cession de titres par l'Initiateur entraînant un changement de contrôle de la Société, aux mêmes conditions de prix que celles proposées à l'Initiateur ;
- (iii) Alternativement les porteurs de BSAR pourront opter pour un prolongement de trois ans de la durée des périodes d'exercice des BSAR, la promesse d'achat n°2 et la promesse de vente restant inchangées.

Nous nous sommes fait confirmer qu'aucun changement de contrôle n'était envisagé à ce stade qui conduirait à extérioriser un prix différent du prix de l'Offre aux termes de la promesse d'achat n°2 et de la promesse de vente.

Ces mécanismes de liquidité ne sont ainsi pas de nature à remettre en question l'équité des conditions offertes dans le cadre de la présente Offre.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres accords connexes à l'Offre.

Analyse des réactions au projet d'Offre

Nous avons reçu le 20 décembre 2016 un courrier électronique en provenance d'un regroupement d'actionnaires minoritaires contestant l'équité de la présente Offre.

Nous avons rencontré deux représentants de ces actionnaires le 30 décembre 2016 pour comprendre leurs interrogations. L'une de leurs préoccupations majeures est liée à la date de la présente Offre qu'ils estiment prématurée au regard de l'échéance prévue du plan Rocket. Cette question n'entre pas dans le champ de notre mission, étant observé que le lancement d'offres publiques est réglementé par l'AMF. Notre mission est de nous assurer du caractère équitable des conditions offertes aux actionnaires à la date de dépôt de l'Offre, compte tenu des perspectives de développement et de croissance de la Société estimées à cette date. Dans ce cadre, nous prenons en compte le plan d'affaires de la Société aussi bien pour déterminer une valeur intrinsèque (par l'actualisation des flux futurs) que pour déterminer une valeur de marché (application de multiples de marché sur les agrégats 2017 et 2018 estimés de la Société).

Les raisons de la contestation sont de quatre natures (ci-après en italiques les arguments du regroupement d'actionnaires) :

1 / La prime offerte est de 3% comparé au cours de clôture du 16 décembre 2016 et aux moyennes mobiles 30 et 50 jours. Or, lors d'une offre, les primes sont, selon des références communiquées par les actionnaires, en moyenne de 30% sur le cours de bourse, voire plus dans le secteur du marketing digital dont Valtech peut être considéré comme un acteur premium. Les actionnaires rencontrés ont également des interrogations sur le parcours boursier de la Société.

Nous avons analysé le cours de bourse de la Société au paragraphe 5.31 ci-après. Il apparaît peu pertinent compte tenu d'un flottant et d'une liquidité réduite. La liquidité du titre a en effet été impactée par l'offre publique du début de l'année 2016, initiée de concert par SiegCo et Verlinvest, au terme de laquelle les initiateurs ont atteint 87,87 % du capital de la Société. Le cours s'est aligné sur le prix de cette offre, à 11,50 euros par action, puis a évolué sur l'année entre un plus bas à 9,85 euros et un plus haut à 13,26 euros dans des volumes faibles. Les moyennes 1 mois, 3 mois et 6 mois s'établissent respectivement à 12,05, 11,90 et 11,38 euros par action à la date du 16 décembre. Les faibles primes sur le cours de bourse doivent être mises en relation avec le caractère récent de l'offre de début d'année 2016.

Rappelons que SiegCo et Verlinvest ont acquis dans le cadre de l'offre ouverte du 12 janvier au 1^{er} février 2016 (y compris période de pré-offre), 62 % des titres visés représentant 14,5 % du capital, et 59% des titres visés en excluant les titres apportés par le management de la Société.

2/ L'initiateur offre un prix significativement plus bas que les indications données par le dirigeant de Valtech sur le secteur dans un entretien à un journal en mai 2015 (2 à 3 fois le chiffre d'affaires).

Nous analysons au paragraphe 5.32 ci-après les transactions intervenues dans le secteur au cours des 3 dernières années pour lesquelles une information publique était disponible. Sur un échantillon de 12 transactions, les multiples ressortent entre 0,7x et 3,9x le chiffre d'affaires de l'année précédant la transaction et entre 10,5x et 26,1x l'EBITDA, le multiple de chiffre d'affaires étant corrélé à la rentabilité de la société cible (à titre d'exemple, le multiple de 3,9x est observé sur une société dont la marge d'EBITDA s'établit à 36%). La présente Offre fait ressortir un multiple de 1,8x le chiffre d'affaires des 12 derniers mois au 30 juin 2016 (2,0x le chiffre d'affaires 2015) et 23,7x l'EBITDA des 12 derniers mois au 30 juin 2016. Ces multiples se situent au-dessus de la moyenne et de la médiane ressortant de notre échantillon.

3/ L'actionnaire majoritaire prévoirait une revente de Valtech à des conditions bien plus avantageuses.

L'initiateur de l'Offre et le dirigeant de la Société nous ont confirmé par lettre d'affirmation qu'ils n'avaient jamais reçu de manifestation d'intérêt écrite quant à une possible acquisition de Valtech et que leur horizon d'investissement allait au-delà du plan « Rocket » (soit au-delà de la fin 2017).

4/ L'annonce du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre le 21 octobre 2015 a été, selon les actionnaires, très défavorable aux petits actionnaires, le cours ayant chuté de 26% sur les 6 jours suivant cette communication, ce qui aurait permis de lancer une offre publique à moindre coût.

Les actionnaires rencontrés nous ont interrogés sur la question de savoir si le risque évoqué dans la communication du 21 octobre s'était matérialisé. Nous comprenons après discussion avec le management que Valtech a été confirmé comme partenaire stratégique de Volkswagen début 2016 après de longues discussions, et que la crise chez le constructeur automobile a entraîné un décalage de chiffre d'affaires chez Valtech de l'ordre de 2 mois. Ce décalage n'a pas eu d'incidence sensible sur les chiffres d'affaires 2015 et 2016.

Sur l'impact boursier, nous observons que le cours de Valtech a été volatile au cours de l'année 2015. Si le cours a effectivement atteint un niveau de 9,60 euros au 21 octobre, après une hausse de 10% en trois jours, puis a chuté de 26% sur les 6 jours suivants, nous relevons que les cours moyens 1 à 6 mois calculés au 21 octobre sont restés inférieurs au cours spot de 9,60€ (entre 8,8 et 9,5 euros), malgré un plus haut à 10,60 euros le 3 août 2015. Les cours moyens au 10 décembre 2015, veille de l'annonce de l'OPAS de janvier 2016, s'établissaient, eux, entre 8,4 et 8,9 euros.

Nous nous sommes par ailleurs entretenus avec un autre actionnaire minoritaire significatif qui nous a indiqué ne pas avoir de commentaire sur le caractère équitable du prix.

Conformément aux dispositions de l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, l'autorisant à acquérir au maximum 30% des titres visés entre le début de la période d'offre et l'ouverture de l'offre, l'Initiateur a acquis 590 454 actions à la date de ce rapport (représentant 2,2 % du capital et 22,6 % des titres visés par l'Offre).

5. Evaluation de Valtech

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur nous ont été communiqués en cours de mission.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Actif net comptable consolidé

La référence à l'actif net comptable consolidé ne nous paraît pas pertinente, dans la mesure où elle ne prend pas en compte les perspectives d'activité de la Société, notamment liées à la création de nouvelles offres et aux opérations de croissance externe.

A titre d'information, le bilan consolidé de Valtech au 30 juin 2016 fait apparaître un montant des capitaux propres part du groupe de 58,4 millions d'euros pour 26 573 541 actions (les 929 721 actions auto-détenues ont été annulées par l'AGE du 5 février 2016), soit 2,20 euros par action avant dilution et après annulation de l'auto-détention.

Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à évaluer les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et passifs, ainsi que les éléments incorporels qui ne sont pas comptabilisés. Pour les sociétés industrielles et commerciales en continuité d'exploitation, cette méthode, sauf exception liée à un patrimoine immobilier très significatif ou d'autres actifs à forte valeur de marché indépendamment de la valeur de la Société, est considérée comme peu pertinente, la valeur des actifs d'exploitation étant mieux reflétée par la mise en œuvre d'une actualisation des flux futurs de trésorerie.

Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

La Société n'a pas procédé à des distributions de dividende depuis au moins cinq ans. La situation financière et les perspectives présentées dans le plan d'affaires ne laissent pas entrevoir de possible distribution à moyen terme. Cette méthode ne peut donc pas être mise en œuvre.

5.2 Référence et méthode d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu à titre principal :

- la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- la méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

Les références au cours de bourse et aux transactions comparables sont présentées au paragraphe 5.3 ci-après à titre d'information.

5.21 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Début 2016, une OPAS a été initiée de concert par SiegCo et Verlinvest (actionnaire contrôlant SiegCo) détenant respectivement 66,5 % et 6,8 % du capital de Valtech, au prix de 11,50 euros par action. SiegCo et Verlinvest ont acquis dans le cadre de cette opération, 1 405 789 actions dans la période de pré-offre et 2 595 863 actions pendant l'offre ouverte du 12 janvier au 1^{er} février 2016, soit un total de 4 001 652 actions représentant 62 % des 6 418 198 actions visées (14,5 % du capital). Après retraitement des 578 477 actions apportées par le management, 59% des titres visés ont été apportés à l'offre. A l'issue de l'offre, Siegco et Verlinvest détenaient de concert 87,87 % du capital de la Société.

A la suite de cette offre, SiegCo a procédé, en juillet 2016, à l'acquisition de deux blocs d'actions de 60 000 et 80 000 actions au prix de 11,5 euros.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 8,7 % par rapport au prix de l'OPAS de janvier 2016, qui a permis d'acquérir plus de la moitié des actions visées. Le marché (CAC allshares) a progressé de 4,8 % depuis l'annonce de l'OPAS de janvier et de 9,5 % depuis la clôture de cette offre.

Nous nous sommes fait confirmer qu'aucune autre transaction n'était intervenue sur le capital de la Société, autres que les achats de titres sur le marché réalisés depuis le dépôt du projet d'Offre, et qu'aucun projet n'était en cours à la date du présent rapport.

5.22 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur terminale à l'horizon de ce plan.

La somme des flux actualisés et de la valeur de sortie permet de déterminer la valeur de l'activité, valeur communément appelée valeur d'entreprise.

Cette méthode d'évaluation conduit ainsi à déterminer une valeur d'entreprise dont il convient de déduire la dette nette (ou ajouter la trésorerie nette) et d'ajouter les actifs et passifs hors exploitation non pris en compte dans cette valeur pour parvenir à une valeur des fonds propres de la Société.

Nombre de titres de référence

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 16 décembre 2016 soit 26 591 970 actions (120 712 BSAR 2013 et 26 720 BSAR 2014 ont été exercés le 13 décembre 2016, soit un nombre d'actions émises de 18 429), augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice des BSAR « dans la monnaie » (3 969 195 actions) et des actions devant être émises dans le cadre du paiement de l'acquisition de Neon Stingray (60 000).

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 30 621 165 actions.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres a été calculé à partir de la situation consolidée au 30 juin 2016. Il correspond à une dette financière nette ajustée de 1,2 million d'euros et intègre les éléments suivants :

- la trésorerie financière nette consolidée de Valtech, soit 11,2 millions d'euros ;
- minorée des éléments suivants :
 - les provisions à caractère de dette (litiges et des décaissements probables futurs non pris en compte dans le plan d'affaires) qui représentent 5,3 millions d'euros en valeur nette comptable auxquels s'ajoutent un complément de 1,3 million d'euros sur un litige aux Etats-Unis qui génèrera un décaissement supérieur au montant provisionné ;
 - le prix d'acquisition des titres eFocus ainsi que la valeur actualisée des compléments de prix, pour 20,0 millions d'euros ;
 - le prix d'acquisition des titres d'une société pour l'acquisition de laquelle Valtech a déposé une lettre d'intention, retenu y compris compléments de prix pour une valeur actualisée de 12,8 millions d'euros (les flux attendus de cette société ont été intégrés au plan d'affaires) ;
 - les frais de mise en place de l'EuroPP pour 0,5 million d'euros et les frais financiers dus au titre du 2nd semestre 2016 pour 0,9 million d'euros ;

- majorée des éléments suivants :
 - le flux du 2^{ème} semestre 2016 pour 9,7 millions d'euros, qui intègre un ajustement de BFR lié à l'encaissement tardif de créances clients ;
 - l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice des BSAR, soit 12,5 millions d'euros ;
 - la valeur actualisée des économies d'impôt liées aux déficits reportables aux Etats-Unis estimée à 6,2 millions d'euros.

5.221 Présentation des éléments prévisionnels

Hypothèses générales

Le plan d'affaires fait ressortir un chiffre d'affaires en croissance significative (+94 M€ entre 2016 et 2019, soit une croissance annuelle moyenne de 13,5 % sur la période).

Les hypothèses de chiffre d'affaires par zone reposent sur :

- une forte croissance sur la zone Amérique du Nord (+27,0 M€ sur la période 2016-2019, soit une croissance annuelle moyenne de 19,5 %), liée aux effets de la transition vers un modèle orienté sur le marketing digital, malgré un retard de signature de certains contrats clients et une absence de projets concrets de croissance externe ;
- un développement soutenu de la zone Europe du Nord (+30,4 M€, soit une croissance annuelle moyenne de 7,7 %) profitant notamment du fort potentiel de croissance au Royaume-Uni (sur le marché privé) et en Allemagne, nonobstant un niveau d'activité impacté en 2016 par des décalages de contrats et l'impact négatif lié à la dépréciation de la livre sterling par rapport à l'euro ;
- un déploiement des activités aux Pays-Bas (avec un chiffre d'affaires attendu de 31,5 M€ à horizon 2019) suite au rachat de l'agence digitale eFocus en 2016 ;
- une progression de la zone Asie Pacifique (+5,0 M€, soit une croissance annuelle moyenne de 8,2 %), liée à l'essor du centre de production offshore indien et au développement de la filiale australienne ;
- un ralentissement sur la zone Europe du Sud (-1,4 M€ sur la période, soit une décroissance annuelle moyenne de 1,7 %), en raison du non-renouvellement des contrats à rentabilité négative ou faible.

Le taux de marge d'EBITDA (ajusté) devrait par ailleurs continuer à s'améliorer sur la période, d'un niveau estimé de 9,6 % du chiffre d'affaires en 2016 (en progression de 1,6 point par rapport à 2015) jusqu'à atteindre 11,2% en 2019. L'amélioration de la marge est due (i) à l'évolution du mix pays (ii) au développement du recours aux ressources nearshore et (iii) à la meilleure absorption des coûts de structure du fait de la croissance significative de l'activité.

Pour conforter ce plan, nous nous sommes assurés de la capacité du management à correctement anticiper l'évolution de l'activité en comparant les réalisations passées aux budgets sur les dernières années. Les réalisations 2015 ont été meilleures que le budget en termes de chiffre d'affaires et en ligne avec le budget en termes de marge. L'atterrissage 2016 qui nous a été communiqué est inférieur au budget initial qui avait été utilisé par l'expert indépendant lors de l'OPAS de janvier 2016, la différence étant due à une contribution de la croissance externe moindre qu'attendue. Au regard de la performance historique, le plan du management, qui n'intègre aucune croissance externe autre que celle identifiée en date de nos travaux, semble réalisable en termes de croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires (13,5 % sur la période 2017-2019 vs. 14,2 % sur la période 2014-2016). Cette croissance est par ailleurs combinée à une amélioration de la rentabilité du groupe.

Nous avons intégré aux prévisions les flux espérés de l'acquisition d'une société auprès de laquelle Valtech a déposé une lettre d'intention.

Investissements

Le management nous a indiqué un niveau d'investissements (hors opérations de croissance externe) de l'ordre de 2,5 % du chiffre d'affaires par an sur la période 2016-2019, intégrant un effort particulier sur les systèmes informatiques afin de faire face aux évolutions technologiques.

Période d'extrapolation

Nous avons intégré une période d'extrapolation de 5 ans au-delà de 2019, dernière année du plan d'affaires communiqué par le management, de façon à faire converger les agrégats vers des niveaux jugés normatifs, s'agissant notamment du taux de croissance du chiffre d'affaires et du niveau de rentabilité représenté par la marge d'EBITDA ajusté. Sur la période d'extrapolation, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires s'établit à 6%, et la rentabilité continue de s'améliorer jusqu'à atteindre une marge d'EBITDA ajusté de 12,6%.

Construction du flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 2,0 % et d'une marge d'EBITDA ajusté normative de 12,6 %, niveau de rentabilité cible en haut de fourchette selon la Société. Ce niveau correspond au taux de marge d'EBITDA moyen attendu pour 2018 sur les sociétés européennes du secteur.

Les investissements et dotations aux amortissements normatifs convergent vers un niveau de 2 % du chiffre d'affaires correspondant au niveau observé sur le secteur.

La variation de besoin en fonds de roulement a été déterminée par pays, sur la base de l'évolution annuelle du chiffre d'affaires rapportée au délai de règlement moyen.

Taux d'imposition

Le taux d'impôt effectif de la Société, soit 28,0 %, a été appliqué à l'EBIT ajusté.

5.222 Travaux d'évaluation

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0 % correspondant au taux d'inflation de la zone Euro à horizon 2020.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu un coût moyen pondéré du capital s'appuyant sur les paramètres suivants :

- un bêta désendetté de 0,88 déterminé sur la base du bêta moyen de l'échantillon de sociétés comparables cotées (source : Capital IQ, moyenne des observations hebdomadaires sur les 2 dernières années) ;
- une prime de risque de 7,5 % (consensus EY pour 2016) ;
- un taux sans risque de 0,59 % (source : Capital IQ, moyenne 3 mois au 2 janvier 2017 des taux OAT 10 ans France) ;
- une structure financière non endettée, en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées et de Valtech ;
- une prime de taille de 1,70 % correspondant à la prime de taille *low cap* (source : Duff & Phelps 2016).

Sur ces bases, le taux d'actualisation ressort à 8,9 %.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2017 et à mi-année.

Résultats obtenus et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de la Société ressort à 332,7 millions d'euros (la valeur terminale à horizon 2024 représente 69,3 % de la valeur d'entreprise) et la valeur des fonds propres à 331,5 millions d'euros, soit une valeur par action de 10,8 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à long terme ;
- +/- 0,25 point de taux d'actualisation ;
- +/- 0,5 point de taux d'EBITDA ajusté/CA en valeur terminale ;

sont présentées ci-après.

Les valeurs par action (en euros) ainsi obtenues sont les suivantes :

Analyse de sensibilité de la valeur par action (en €)

		Coût des fonds propres				
		8,40%	8,65%	8,90%	9,15%	9,40%
Taux de croissance à l'infini	1,50%	11,1	10,6	10,2	9,9	9,5
	1,75%	11,4	10,9	10,5	10,1	9,8
	2,00%	11,8	11,3	10,8	10,4	10,0
	2,25%	12,1	11,6	11,1	10,7	10,3
	2,50%	12,6	12,0	11,5	11,0	10,6

		Taux de marge d'EBITDA ajusté				
		11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%
Taux de croissance à l'infini	1,50%	9,4	9,8	10,2	10,7	11,1
	1,75%	9,7	10,1	10,5	11,0	11,4
	2,00%	9,9	10,4	10,8	11,3	11,7
	2,25%	10,2	10,7	11,1	11,6	12,1
	2,50%	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5

Nous observons la sensibilité de la valeur par action au taux de marge d'EBITDA ajusté normatif. Le taux de rentabilité que nous avons retenu, soit 12,6 %, est significativement supérieur au niveau le plus élevé réalisé par Valtech sur les 5 dernières années (à 8 % en 2015 et 9,6% estimé en 2016), il correspond au niveau moyen attendu en 2018 pour les sociétés européennes du secteur, mais reste inférieur au niveau attendu des sociétés américaines (niveau expliqué par un recours très significatif à l'off-shoring).

La valeur par action ressort dans une fourchette de 10,4 euros à 11,3 euros, avec une valeur centrale à 10,8 euros par action.

Les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA ajusté induits par la valeur d'entreprise issue de la mise en œuvre de cette méthode ressortent, selon nos travaux, à 1,4x le chiffre d'affaires estimé en 2017 et à 13,6x l'EBITDA ajusté estimé en 2017.

5.23 Multiples boursiers des sociétés comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Cette méthode d'évaluation conduit à déterminer une valeur d'entreprise (valeur de l'activité). Il convient en conséquence d'en déduire la dette nette (ou d'ajouter le cash net) et d'ajouter ou de retrancher les actifs et passifs hors exploitation non pris en compte dans cette valeur pour parvenir à une valeur des fonds propres de la Société.

Détermination de l'échantillon

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge.

En vue de constituer notre échantillon, nous avons analysé l'univers concurrentiel de la Société, pris connaissance des notes d'analystes suivant Valtech (avant l'offre de janvier 2016) et son marché et recherché des sociétés comparables dans nos bases de données. Nous avons également analysé les échantillons présentés dans la note d'information et la note en réponse publiées lors de l'offre lancée en décembre 2015.

Compte tenu des spécificités de l'activité de Valtech et de sa taille, il n'existe pas de société qui lui soit totalement comparable. De plus, le changement de modèle d'activité toujours en cours dans certaines zones rend la comparaison avec d'autres sociétés difficile.

Notons que le secteur est en consolidation depuis plusieurs années et que les agences digitales (Sapient, Razorfish, Acquity), ont pour la plupart été intégrées par les majors de la publicité ou du conseil (Havas, WPP, Publicis).

Afin de constituer notre échantillon, nous avons privilégié les critères suivants :

- une activité de technologies de l'information couplée à une activité de conseil en matière de solutions et transformation digitales ;
- une taille et un profil de rentabilité proches de ceux de la Société.

Nous avons étudié puis écarté de notre échantillon les grands acteurs publicitaires (WPP, Havas, Publicis) et du conseil informatique (Cognizant), compte tenu de leur taille (capitalisation boursière, chiffre d'affaires), de leurs niveaux de marge bien plus élevés que ceux de Valtech (dont le taux de marge d'EBITDA ajusté estimé pour 2016 est de 9,6 %), et de leur offre très diversifiée.

Nous avons également étudié puis écarté (i) Asknet dont le flottant est très faible et dont la rentabilité est significativement inférieure aux autres sociétés de l'échantillon et à Valtech, (ii) Devoteam SA en raison de son offre orientée vers l'intégration et l'infrastructure des systèmes d'informations et (iii) Micropole SA dont l'activité est très dépendante du secteur financier (sur lequel Valtech est peu présent), et dont les marges et les multiples sont affectés par la taille modeste.

Notre échantillon se compose ainsi de 6 sociétés européennes (Wavestone, SQLI, Groupe Open, SinnerSchrader et NetBooster) et 3 sociétés cotées aux Etats-Unis (Globant, Luxoft et EPAM Systems) spécialisées dans le marketing digital et le conseil, les logiciels ou les technologies de l'information, dont la taille et le profil de marge se rapprochent de la société étudiée.

Nous nous sommes assurés de la comparabilité des sociétés retenues dans notre échantillon en termes de liquidité des titres et avons vérifié qu'il n'était pas intervenu d'élément susceptible d'altérer significativement leur valorisation.

Agrégats et multiples

Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 2 janvier 2017 (source : Capital IQ), tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois ne remettait pas en cause nos conclusions. Nous avons déterminé les multiples 2017 et 2018 prévisionnels et avons appliqué les multiples moyens aux prévisions de chiffre d'affaires, d'EBITDA ajusté et d'EBIT ajusté du plan d'affaires de Valtech. Nous notons que le multiple le plus usuellement retenu par les analystes semble être le multiple d'EBITDA. Nous n'avons pas retenu les multiples 2016, car les agrégats de Valtech ne reflètent pas l'intégralité de l'acquisition de eFocus dont l'impact est significatif. Les valeurs obtenues par application des multiples 2016 sont inférieures à celles ressortant des multiples 2017 et 2018.

Synthèse des croissances et rentabilités de l'échantillon

En millions	Cap. boursière	VE	Croissance du CA			Marge d'EBITDA		
			2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Globalant	1 151	1 118	26,7%	20,2%	12,3%	20,1%	20,3%	19,4%
Luxoft	1 864	1 784	21,7%	20,7%	16,0%	16,9%	17,6%	17,9%
Epam System	3 282	2 979	27,2%	21,0%	15,5%	18,0%	18,1%	17,6%
Wavestone	454	534	47,6%	13,6%	12,3%	11,6%	12,2%	13,5%
SQJ	151	155	7,1%	6,7%	6,7%	8,4%	9,2%	9,7%
Groupe OPEN	193	185	8,0%	6,2%	6,7%	8,0%	8,2%	8,6%
Groupe SWORD	275	250	17,2%	11,3%	14,5%	15,5%	15,6%	15,9%
SinnerSchrader AG	74	66	9,5%	11,7%	7,6%	10,8%	11,8%	12,9%
NetBooster S.A.	52	56	ns	8,0%	4,9%	13,4%	14,4%	14,9%
Moyenne			20,7%	13,3%	10,7%	13,6%	14,2%	14,9%
Moyenne US			25,2%	20,7%		18,3%	18,7%	18,3%
Moyenne Europe			17,3%	9,6%		11,3%	11,9%	12,6%
Médiane			19,5%	11,7%	12,3%	13,4%	14,4%	14,9%
Valtech			10,9%	16,6%	8,0%	9,6%	10,2%	10,7%

La marge d'EBITDA ajusté de Valtech prévue entre 9,6 % en 2016 et 10,7 % en 2018, est inférieure à la moyenne attendue sur l'échantillon des sociétés européennes qui s'établit à 11,3 % en 2016 et 12,6 % en 2018. La marge des sociétés américaines est significativement plus élevée, en raison notamment d'un recours important de ces sociétés à l'off-shoring.

Multiples de l'échantillon

	Multiple VE/CA		Multiple VE/EBITDA		Multiple VE/EBIT	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Globalant	2,9x	2,4x	14,2x	12,2x	17,2x	13,8x
Luxoft	2,0x	1,6x	11,2x	9,0x	14,1x	11,4x
Epam System	2,1x	1,8x	11,7x	9,9x	12,7x	10,4x
Wavestone	1,5x	1,4x	12,1x	10,3x	12,3x	10,3x
SQJ	0,8x	0,7x	8,2x	7,4x	9,3x	8,6x
Groupe OPEN	0,6x	0,5x	6,9x	6,4x	7,4x	6,7x
Groupe SWORD	1,4x	1,3x	8,9x	8,0x	11,2x	9,9x
SinnerSchrader AG	1,1x	1,0x	9,4x	8,0x	10,5x	9,6x
NetBooster S.A.	1,3x	1,2x	8,8x	8,0x	9,9x	9,0x
Moyenne	1,5x	1,3x	10,2x	8,8x	11,6x	10,0x
Médiane	1,4x	1,3x	9,4x	8,0x	11,2x	9,9x

Source : Sociétés et Capital IQ

L'application des multiples moyens observés sur la base des cours spots au 2 janvier 2017 aux agrégats issus du plan d'affaires, conduit à une fourchette de valeurs de 7,3 euros (multiple d'EBIT 2017) à 11,4 euros (multiple de chiffre d'affaires 2017). Nous notons que les multiples de chiffre d'affaires sont fortement corrélés à la rentabilité des sociétés sur notre échantillon (coefficient de corrélation de l'ordre de 90%). L'application d'un multiple de chiffre d'affaires corrigé sur la base d'une analyse de régression linéaire ferait ressortir une valeur inférieure à celle obtenue en appliquant les multiples d'EBITDA et d'EBIT.

5.3 Référence et méthodes d'évaluation présentées à titre d'information

Nous présentons à titre d'information :

- l'analyse du cours de bourse ;
- la méthode des transactions comparables.

5.31 Analyse du cours de bourse

La pertinence du critère du cours de bourse est appréciée au regard des trois critères suivants : le niveau de flottant, la rotation du capital et du flottant qui traduisent la liquidité de l'action, et le suivi du titre par les analystes boursiers. Eu égard au faible flottant du titre et à l'absence de suivi régulier par les analystes depuis l'offre publique d'achat simplifiée de janvier 2016, la référence au cours de bourse n'est présentée qu'à titre d'information.

L'action Valtech est cotée depuis avril 1999. Introduite sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris elle est désormais traitée sur le marché Eurolist (compartiment B) d'Euronext Paris, sous le code ISIN FR0011505163.

Au 16 décembre 2016, préalablement à l'annonce de la présente Offre, le flottant représente 8,5 % du capital et la liquidité du titre est faible : la rotation du flottant depuis le 2 février 2016 (lendemain de la clôture de l'offre lancée en décembre 2015), est de 29,6 % et la rotation du capital ressort à 2,5 %. A titre indicatif, la rotation du flottant sur les 6 derniers mois ressort à 10,6 %. Ainsi, la liquidité du titre Valtech n'est pas suffisante pour que l'approche par le cours de bourse soit retenue comme référence principale.

Etude du cours de bourse de Valtech

Cours - en €	16 décembre 2016	% prime	Liquidité	en Milliers
Spot	12,12	3,1%	Moyenne volume/jour 1 mois	1,2
Capi. boursière en M€	322,3		Moyenne volume/jour 3 mois	1,2
Moyen pondéré 1 mois	12,05	3,7%	Moyenne volume/jour 6 mois	2,0
Moyen pondéré 3 mois	11,90	5,1%	Somme volume 1 an	4 192
Moyen pondéré 6 mois	11,38	9,8%	NOSH	26 592
Moyen pondéré 12 mois	11,49	8,8%	Flottant	8,5%
Plus haut 12 mois	13,26	(5,7%)	Rotation du capital depuis le 02/02/2016 *	2,5%
Plus bas 12 mois	9,85	26,9%	Rotation du flottant depuis le 02/02/2016 *	29,6%

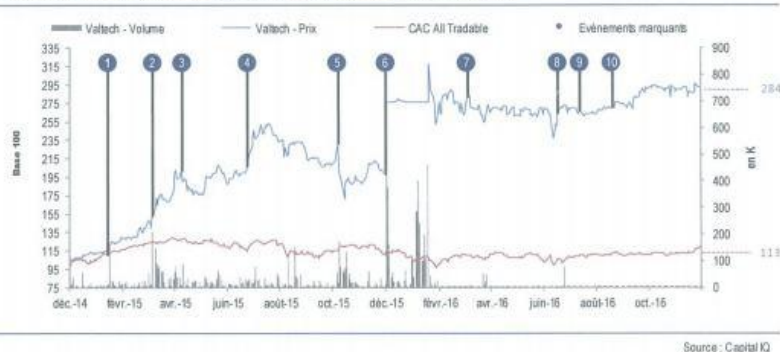
* soit au lendemain de la date de clôture de l'OPAS de janvier-février 2016

Source : Capital IQ

Le 16 décembre 2016, dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'OPAS, le cours de bourse de Valtech s'élevait à 12,12 euros et sa capitalisation boursière à 322,3 millions d'euros⁵.

Nous avons comparé les performances boursières de Valtech avec les performances boursières d'un indice de référence, l'indice CAC All Tradable. Le graphique suivant montre l'évolution (en base 100) du cours de bourse sur les 24 derniers mois, comparée à celle de l'indice CAC All Tradable.

Evolution du cours de bourse de Valtech depuis 2 ans au 16 décembre 2016



Historique des événements sur 2 ans - Valtech

Renvois	Dates	Événements
1	28/01/2015	Annnonce du chiffre d'affaires du T4 2014 (+21,2%), et de celui de l'exercice 2014 (+12,2%)
2	19/03/2015	Publication des résultats : augmentation du CA de 12,2% et amélioration de 38,7% de l'EBITDA ajusté
3	23/04/2015	Abaissement de la recommandation d'Aurel BGC qui passe d' "acheter" à "conserver"
4	08/07/2015	Acquisition de la société W.Ill.am
5	22/10/2015	Annonce du chiffre d'affaires du T3 2015, et du risque d'impact sur 2016 des événements affectant Volkswagen, premier client du groupe
6	15/12/2015	Offre publique d'achat simplifiée au prix de 11,50 € par action
7	18/03/2016	Publication des résultats : augmentation du CA de 19,7% et amélioration de 51% de l'EBITDA ajusté
8	01/07/2016	Acquisition de la société eFocus
9	27/07/2016	Succès d'une émission par placement privé d'un emprunt obligataire de 42,5M€
10	02/09/2016	Publication des résultats semestriels 2016

Sources : Communiqués financiers & Articles de presse

Sur l'année 2015, le cours de bourse s'est fortement apprécié de 78 %, passant de 4,63 euros à 8,25 euros (avant lancement de l'offre en décembre 2015) alors que le marché français s'est apprécié de 5 %. Sur la même période, le cours des sociétés européennes de notre échantillon de comparables a progressé de 37% en moyenne.

⁵ Sur la base d'un nombre d'actions en circulation de 26 591 970

Entre décembre 2015 et décembre 2016, l'action Valtech a également surperformé l'indice de référence avec une croissance de 47 % supérieure à celle de 5 % affichée par le marché français et à la croissance moyenne de 32% du cours des sociétés européennes comparables. Cette performance est cependant liée à l'annonce de l'offre publique d'achat simplifiée le 15 décembre 2015, qui a induit un ajustement du cours de bourse sur le prix de l'offre (11,50 euros). Depuis la clôture de l'offre, le cours de l'action Valtech a très peu varié, faisant ressortir une légère hausse de 5,4 % sur la période (sur la même période, le marché a progressé de 9,5 %). Notons que durant les deux séances qui ont suivi la clôture de l'offre de début 2016, le titre a dépassé le prix de la présente Offre (respectivement 13,3 euros et 12,6 euros, pour des capitaux échangés de 0,9 million d'euros).

A titre d'information, les prix de référence observés sur une période de six mois sont compris dans une fourchette de 11,38 euros à 12,12 euros.

Depuis l'annonce de la présente Offre, le cours s'est aligné sur le prix d'Offre, le dépassant en cours de séance le 3 et le 4 janvier dans des volumes limités, et le dépassant en clôture à 12,51 euros le 5 janvier (3 797 titres échangés entre 12,51 euros et 12,60 euros) et à 12,52 euros le 6 janvier (5 269 titres échangés entre 12,50 euros et 12,58 euros).

Analyse des objectifs de cours

Le titre n'étant plus suivi par aucun analyste de façon régulière depuis l'offre publique d'achat simplifiée de janvier 2016, nous mentionnons à titre d'information, le dernier objectif de cours publié en mars 2016 à 11,50 euros.

5.32 Multiples observés lors des transactions comparables

La méthode des transactions comparables consiste à valoriser la société en appliquant à ses agrégats des multiples constatés lors de transactions portant sur des cibles comparables à la société évaluée.

La principale limite de cette méthode repose sur la disponibilité de l'information, tout particulièrement sur les conditions financières de l'opération (les conditions des compléments de prix éventuels ne sont pas systématiquement divulguées) et les agrégats comptables de la cible.

Nous avons étudié les opérations intervenues en Europe et aux Etats-Unis au cours des 3 dernières années sur des sociétés opérant dans le secteur des services informatiques avec une orientation vers le marketing digital. Notre recherche a été effectuée à partir de bases de données Mergermarket et Capital IQ, ainsi qu'à travers l'information publique relative au secteur et aux sociétés concurrentes. Depuis 2009, les grandes agences publicitaires (Publicis, WPP, Dentsu...) ont réalisé de nombreuses acquisitions pour développer leurs compétences digitales.

Au total, nous avons identifié 14 transactions portant sur des sociétés dont l'activité se rapproche de celle de Valtech et pour lesquelles des données permettant de calculer des multiples étaient disponibles. Nous avons exclu l'acquisition de Vision IT par Groupe OnePoint dont les multiples étaient très dépréciés compte tenu de la situation de restructuration dans laquelle se trouvait la société, ainsi que celle d'Infogain par ChrysCapital pour laquelle le pourcentage de participation acquis n'était pas précisément disponible.

Echantillon de transactions comparables

Sociétés	Acquéreurs		VE	CA (dernier)	EBITDA	VE/CA	VE/EBITDA
Cognifide Limited	Wunderman ; WPP	2014	32,4	10,6	n.a	3,1x	-
Avaus Consulting	Sili Solutions	2014	9,7	9,6	-	1,0x	-
Nurun	Publicis	2014	87,6	99,5	n.a	0,9x	-
Sapient	Publicis	2015	2 637,5	1 044,8	128,3	2,5x	20,6x
Conversant LLC	Alliance data systems corp.	2014	1 732,4	443,5	160,3	3,9x	10,8x
Brierley & Partners	Nomura Research Institute	2015	58,8	43,0	n.a	1,4x	-
Fulsix	Havas	2015	66,8	100,0	n.a	0,7x	-
PA Consulting	Carlyle Europe Partners	2015	893,0	588,4	84,8	1,5x	10,5x
Kurt Salmon	Solucom	2016	96,0	120,0	n.a	0,8x	-
InfoReady Pty Ltd	Melbourne IT Ltd	2016	10,3	13,1	-	0,8x	-
Octo Technology SA	Accenture	2016	107,2	38,6	4,1	2,8x	26,1x
Bluetube LLC	Perficient Inc.	2016	9,2	6,3	n.a	1,4x	-
Average						1,7x	11,3x
Mediane						1,4x	10,7x

source : Mergermarket, Capital IQ

Nous avons exclu de notre échantillon les transactions réalisées par Valtech, qui ont porté sur des sociétés de taille plus réduite ou fortement concentrées sur une ou deux zones géographiques. Ces transactions sont réalisées sur la base de ratios inférieurs à ceux observés sur l'échantillon présenté (en moyenne moins de 1 fois le CA et moins de 6 fois l'EBITDA).

Nous avons retenu les multiples de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires et à l'EBITDA (sur la base des derniers chiffres publiés).

L'analyse des transactions sur des sociétés comparables fait ressortir des multiples moyens de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires de 1,7x et de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA de 11,3x (médianes respectives à 1,4x et 10,7x).

Sur cette base, en retenant les agrégats des 12 derniers mois au 30 juin 2016 pour Valtech, la valeur par action ressort dans une fourchette de 6,4 euros (multiple moyen d'EBITDA) à 12,0 euros (multiple moyen de chiffre d'affaires).

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre présentés par la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Valtech :

Méthodes d'évaluation écartées

- Actif Net Comptable,
- Actif Net Réévalué,
- Actualisation des flux de dividendes,
- Méthode des transactions comparables.

Méthodes et références d'évaluation retenues

- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (à titre principal),
- Multiples de sociétés comparables cotées (à titre principal),
- Transactions récentes sur le capital de la Société (à titre principal),
- Analyse du cours de bourse (à titre indicatif).

Nous avons retenu la méthode des transactions comparables à titre d'information.

Nombre d'actions dilué et trésorerie financière nette ajustée

La banque présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 30 621 165. Nous avons retenu le même nombre d'actions dilué à la date du 16 décembre 2016.

La banque présentatrice retient un ajustement positif pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de 0,1 M€. Nous retenons, pour notre part, un ajustement négatif de 1,2 M€.

L'écart provient principalement de la différence de traitement de l'impact de la variation de BFR dans la détermination du flux du 2^{ème} semestre 2016 et du calcul d'actualisation des économies d'impôt liées aux déficits reportables.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la décision d'écarter la référence aux objectifs de cours des analystes et les méthodes du rendement et de l'actif net réévalué, que nous avons nous-mêmes écartées. Nous avons présenté la méthode des transactions comparables à titre d'information.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

6.21 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base du plan d'affaires du management et d'un horizon de transition établi jusqu'en 2023 (sur 4 ans), afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale.

Les hypothèses d'extrapolation retenues par la banque reposent sur :

- un atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers 2,0 % (croissance à l'infini) en 2023 ;
- un taux de marge d'EBITDA ajusté tendant linéairement vers 12,6 % en 2023 ;
- des niveaux d'investissements et d'amortissements convergeant vers 2,5 % du chiffre d'affaires en 2023 ;
- une variation du besoin en fonds de roulement calculée en pourcentage de la croissance du chiffre d'affaires, maintenu constant à 14,2 % sur la période d'extrapolation et sur le flux terminal, taux correspondant à celui déterminé par le management pour 2019.

Pour notre part, sur la base de l'atterrissage 2016 et des éléments prévisionnels 2017-2019 communiqués par le management de Valtech, nous avons procédé à une extrapolation sur 5 années complémentaires (2020-2024), en considérant :

- des niveaux d'investissements et d'amortissements convergeant vers 2,0 % du chiffre d'affaires en 2024 ;
- une variation du besoin en fonds de roulement pour la période d'extrapolation et pour le flux terminal, calculée en pourcentage de la croissance du chiffre d'affaires, selon une méthodologie identique à celle retenue par le management pour la détermination du taux sur le plan d'affaires.

Concernant le taux d'actualisation, la banque retient la source Damodaran pour déterminer le taux sans risque et la prime de risque, et un bêta de 0,72 correspondant à la moyenne des bêtas sectoriels « *advertising* » en Amérique du Nord et en Europe (source : Damodaran janvier 2016), pondérés par le chiffre d'affaires de ces régions à horizon 2019 (25 %/75 %), et une prime spécifique liée à la taille de 3,58 % (source : Duff & Phelps), soit un taux d'actualisation de 8,87 %. Avec des sources différentes, nous obtenons un taux d'actualisation proche, à 8,90%.

La fourchette de valorisation obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 9,40 euro et 11,01 euros, la valeur centrale ressortant à 10,15 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 10,4 euros à 11,3 euros (valeur centrale à 10,8 euros), les principaux écarts avec les valeurs obtenues par la banque étant liés à l'année d'extrapolation supplémentaire dans nos travaux et au niveau d'investissement normatif.

6.22 Méthode des sociétés comparables cotées

L'échantillon de la banque présentatrice est relativement proche du nôtre : nous n'avons pas retenu Devoteam en raison de son offre orientée vers l'intégration et l'infrastructure des systèmes d'informations, et la banque n'a pas retenu NetBooster qui présente une activité exclusivement publicitaire.

La banque présentatrice retient les multiples médians de valeur d'entreprise ramenés à l'EBITDA et à l'EBIT estimés 2017 et 2018 qui font ressortir une valeur du titre Valtech dans une fourchette comprise entre 7,12 euros et 7,68 euros.

Nous avons également étudié le multiple de chiffre d'affaires. Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 7,3 euros et 11,4 euros.

6.23 Transactions récentes sur le capital de la Société

La banque présentatrice retient la référence à l'offre publique d'achat simplifiée de janvier 2016 au prix de 11,50 euros, ainsi que la référence aux acquisitions de blocs de 60 000 et 80 000 actions intervenues en juillet 2016 au prix de 11,50 euros.

Nous avons retenu les mêmes références.

6.24 Analyse du cours de bourse

Nous avons également présenté la référence au cours de bourse à titre d'information.

Les travaux d'analyse du cours de bourse de la banque présentatrice ont été menés au 16 décembre 2016, date de l'annonce de l'Offre, sur les périodes de 20, 60, 120 et 250 jours. Nous présentons un cours spot à la même date et des moyennes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

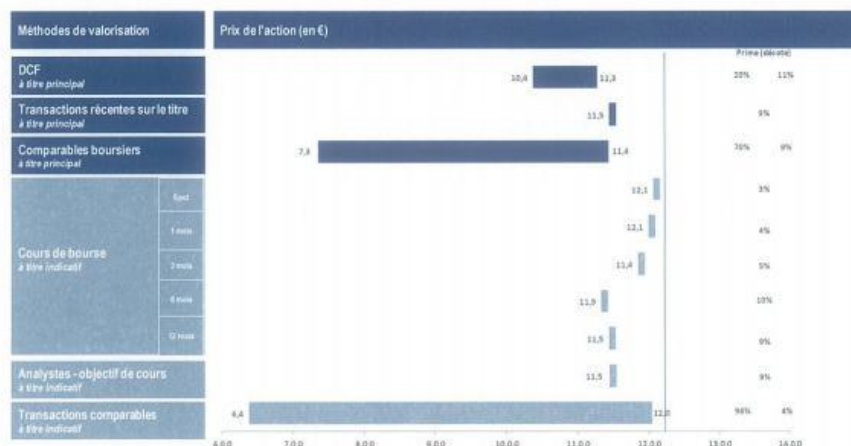
6.3 Synthèse des valeurs obtenues par la banque présentatrice

Méthodes RLCP	RLCP			ODDO			Méthodes ODDO
	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute	
DCF	10,4	10,8	11,3	9,4	10,2	11,0	DCF
Transactions récentes sur le titre		11,5			11,5		Transactions récentes sur le titre
Cours de bourse - 16/12/2016		12,1			12,1		Cours de bourse - 16/12/2016
Cours de bourse - Moyenne 1 mois	11,7	12,0	12,3		11,9		Cours de bourse - Moyenne 20 jours
Cours de bourse - Moyenne 3 mois	11,2	11,9	12,3		11,9		Cours de bourse - Moyenne 60 jours
Cours de bourse - Moyenne 6 mois	9,9	11,4	12,3		11,5		Cours de bourse - Moyenne 120 jours
Cours de bourse - Moyenne 12 mois	9,9	11,5	13,3		11,5		Cours de bourse - Moyenne 250 jours
Analystes - objectif de cours	11,5	11,5	11,5		11,5		Analystes - objectif de cours
Comparables boursiers	7,3	9,4	11,4	7,1	7,3	7,7	Comparables boursiers
Transactions comparables	6,4	9,2	12,0				Méthode non retenue

7. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 12,5 euros par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



L'initiateur nous a confirmé que l'Offre n'était pas susceptible de faire émerger de synergies autres que la suppression des coûts liés à la cotation de la Société.

7.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par la Société sur le fondement (i) de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société, compte tenu du fait que la Société est contrôlée par l'Initiateur au moment de l'Offre, et (ii) de l'article 75 des statuts de la Société inséré le 30 juin 2016 conformément aux dispositions du *Companies Act 2006* (Royaume-Uni), du fait de l'intention de l'Initiateur de l'Offre de mettre en œuvre une procédure ad hoc de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* ».

Notre mission vise à apprécier le caractère équitable du prix offert par Siego aux actionnaires de la Société dans le cadre de la procédure d'offre publique d'achat simplifiée prévue à l'article 233-I 2° du règlement général de l'AMF. Dans la perspective de la mise en place de la procédure de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* » prévue dans les statuts de la Société, notre mission vise à s'assurer, conformément à l'article 75 des statuts que « *le projet d'Offre comprend un juste prix par action en supposant qu'il s'agit de la vente de l'intégralité du capital social émis de la Société, susceptible d'être conclue entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur le marché et, le cas échéant, sans intégrer de décote du fait que les actions visées par l'Offre représentent une participation minoritaire* ».

Le prix proposé aux actionnaires de la Société s'établit à 12,5 euros par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 12,5 euros par action :

- fait ressortir une prime de 8,7 % par rapport au prix de 11,5 euros par action proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée lancée par Siego en janvier 2016, qui avait permis à l'initiateur d'acquérir 62% des actions visées (59% en retraitant celles apportées par le management) ;
- fait ressortir une prime de 15,5 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que (i) ce plan d'affaires n'intègre aucune hypothèse de croissance externe autre qu'une acquisition pour laquelle une lettre d'intention a récemment été émise, et (ii) repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait ressortir des primes comprises entre 9,3 % (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 70,1 % (sur la base du multiple d'EBIT) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des multiples d'un échantillon de sociétés cotées du secteur ;
- fait ressortir des primes comprises entre 3,8 % (sur la base du multiple de chiffre d'affaires) et 95,9 % (sur la base du multiple d'EBITDA) par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des transactions intervenues dans le secteur. Cette méthode est présentée à titre d'information, compte tenu de la fiabilité relative de l'information publique disponible sur ces transactions.

Bien que la pertinence du cours de bourse soit limitée, compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes de 3,1 % par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'opération et de 9,8 % par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois.

Nous notons cependant que depuis l'annonce du projet d'Offre le 16 décembre 2016, le cours s'est aligné sur le prix offert, le dépassant en cours de séance à deux reprises et en clôture à 12,51 euros le 5 janvier 2017 et à 12,52 euros le 6 janvier 2017 dans des volumes modestes.

La Société et l'initiateur de l'Offre nous ont confirmé qu'ils n'avaient reçu aucune manifestation d'intérêt écrite pour une éventuelle acquisition de la Société et que leur objectif n'était pas une cession du contrôle à brève échéance.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 12,5 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société. Le prix proposé satisfait également aux conditions prévues aux termes de l'article 75 des statuts de la Société dans le cadre de la mise en œuvre d'une procédure de « *transfert obligatoire à un actionnaire existant* ».

Paris, le 9 Janvier 2017


Alban Eyssette


Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie Corporate Finance intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et support aux contentieux.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est depuis avril 2015 membre du réseau EY.

ANNEXE 2 : EXPERTISES INDEPENDANTES REALISEES AU COURS DES DEUX DERNIERES ANNEES

Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'opération
nov.-16	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	BNP Paribas	OPR
déc.-15	NextRadio TV	Group News Participations	BNP Paribas	OPAS
nov.-15	Nergeco	Assa Abloy	Neufize OBC	OPAS RO
mai-15	Stallergènes	Ares Life Sciences	BNP Paribas	Rapprochement avec AresAllergy Holdings Inc
mars-15	OZI	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-14	Bull	Atos SE	Rothschild, Natixis	OPR-RO
oct.-14	Utopia	Utopia Management CLdN	N/A	OPR ⁽¹⁾
août-14	Guy Degrenne	Diversita	N/A	Augmentations de capital réservées
avr.-14	Boursorama	Société Générale	Société Générale	OPAS
janv.-14	Orège	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufize OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS
oct.-12	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	Rothschild & Cie Banque, CA CIB	OPA
sept.-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	Actividentity Europe	Actividentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janv.-12	Infovista	Project Metro Acquo SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Gamier & Co	OPAS
janv.-12	Société Vermandoise de Sucreries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de nos travaux, notre rémunération s'est élevée à 130.000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
• prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de Valtech
Prise de connaissance des transactions récentes sur le capital de Valtech
Analyse du cours de bourse :
• analyse du flottant et de la liquidité • analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels :
• analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société • extrapolation et travaux d'évaluation • analyses de sensibilité
Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques
• constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables • détermination des multiples et des valeurs en découlant • recherche de transactions comparables et analyse des données publiques sur ces transactions
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société
Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Premiers contacts avec la Société : Janvier 2016
- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par les administrateurs de la Société, dans le cadre de l'OPAS envisagée, le 22 novembre 2016
- Réunions et contacts avec le management de Valtech, et/ou l'établissement présentateur et le conseil : 24 et 28 novembre, 2, 5, 7 et 21 décembre 2016 et 2 janvier 2017
- Réunions et contacts avec les actionnaires minoritaires de la Société : 30 décembre 2016 et 3 janvier 2017
- Remise d'un pré-rapport : 5 janvier 2017
- Remise du rapport définitif et présentation au Conseil d'administration : 9 janvier 2017

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Valtech

- Sébastien Lombardo, Président Directeur Général
- Alexandra de la Martinière, Secrétaire Générale
- Laurent Pretet, Group CFO

Verlinvest

- Frédéric de Mévius, administrateur
- Joséphine Théron

Etablissement présentateur, Oddo & Cie

- Romain Attard, Vice President
- Axel Rouvin, Associate

Conseil juridique, Jeantet

- Me Frank Martin Laprade
- Me Annie Maudouit-Ridde

Actionnaires minoritaires

- Regroupement d'actionnaires minoritaires de Valtech
- Actionnaire financier

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Valtech :
 - Présentation de la Société
 - Business plan
 - Documents juridiques
 - Note d'information conjointe relative à l'Offre
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport d'évaluation
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker, Mergermarket
 - Données de marché : Capital IQ

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, Associée Gérante, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de près de 30 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables, vice-présidente de l'APEI et présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV).
- Alban Eyssette, Associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS 225 de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier et directeur de la recherche actions, est présent chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 2008 où il a particulièrement développé son expertise des attestations d'équité. Il est membre de la Société Française des analystes financiers (SFAF) et de la SFEV, et siège au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel.
- Elise Evain, Senior Manager, diplômée d'expertise comptable, elle a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en février 2005. Elle a débuté sa carrière en audit chez Salustro Reydel en 1997 avant d'exercer des missions de due diligences au sein du département Transaction Services de Grant Thornton à partir de mai 2001. Elle intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise indépendante (attestations d'équité requises par l'AMF ou fairness opinions) et d'accompagnement stratégique aux directions financières. Elle a également développé une expertise spécifique dans le conseil en restructuration.
- Juliette Valdelièvre-Rattier, Consultant Junior, diplômée de l'ESCP Europe (spécialisation Finance d'Entreprise), a rejoint le département Valuation & Business Modelling d'EY Advisory en Novembre 2016.

La revue indépendante a été effectuée par Gilles Vantelon (Associé RLCF).

Le Comité d'attestation, présidé par Jean-Charles de Lasteyrie, s'est tenu à trois reprises en présence de Gilles Vantelon et de Tanguy du Chesnay.