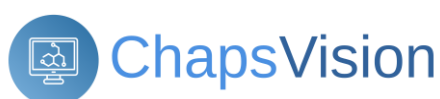


Le projet d'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF
Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



PRÉSENTÉE PAR



PRIX DE L'OFFRE :

2,27 EUROS PAR ACTION COHERIS

DURÉE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT : 25 JOURS DE NÉGOCIATION

**Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF »)
conformément à son règlement général.**

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR CHAPSVISION



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 18 juillet 2019, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre publique d'achat et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent Projet de Note d'Information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), de ChapsVision (<https://www.chapsvision.com/>) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- ChapsVision : 18, avenue Mozart – 75016 Paris ; et
- Invest Securities : 73, boulevard Haussmann – 75008 Paris.

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 ChapsVision seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	5
1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR	6
1.1.1 <i>Contexte de l'Offre</i>	6
1.1.2 <i>Motifs de l'Acquisition du Bloc et de l'Offre subséquente</i>	9
1.1.3 <i>Dataroom</i>	9
1.1.4 <i>Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir</i>	9
1.1.4.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière	9
1.1.4.2 Intention en matière d'emploi	10
1.1.4.3 Composition des organes d'administration et de direction de la Société	10
1.1.4.4 Intérêt de l'Offre pour la Société et les actionnaires	10
1.1.4.5 Synergies – Gains	11
1.1.4.6 Informations concernant une éventuelle fusion	11
1.1.4.7 Politique de distribution de dividendes	11
1.1.4.8 Retrait obligatoire et radiation	11
1.2 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	11
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	13
2.1 TERMES DE L'OFFRE	13
2.2 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	13
2.3 SITUATION DES TITULAIRES D'ACTIONS GRATUITES	13
2.4 MODALITES DE L'OFFRE	14
2.5 SEUIL DE CADUCITE DE L'OFFRE	15
2.6 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	15
2.7 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	16
2.8 POSSIBILITE DE RENONCIATION A L'OFFRE	17
2.9 REOUVERTURE DE L'OFFRE	17
2.10 FRAIS ET FINANCEMENT DE L'OFFRE	17
2.10.1 <i>Frais liés à l'Offre</i>	17
2.10.2 <i>Modalités de financement de l'Offre</i>	17
2.11 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	17
2.12 REGIME FISCAL DE L'OFFRE	18
2.12.1 <i>Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel et ne détenant pas des Actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel</i>	19
2.12.2 <i>Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés</i>	21
2.12.3 <i>Personnes non-résidentes fiscales en France</i>	21
2.12.4 <i>Personnes soumises à un régime d'imposition différent</i>	22
2.12.5 <i>Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières</i>	22
3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	23
3.1 METHODOLOGIE	23
3.1.1 <i>Agrégats de référence</i>	23
3.1.2 <i>Historique de la Société</i>	23
3.1.3 <i>Présentation des activités</i>	24
3.1.4 <i>Evolution des résultats</i>	25
3.1.5 <i>Bilan économique 2012-2018</i>	28
3.1.6 <i>Construction d'estimations pour la période 2019-2021 et 2022-2028</i>	29
3.1.7 <i>Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres</i>	31
3.1.8 <i>Nombre d'Actions retenu</i>	31
3.2 METHODES RETENUES POUR L'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	32
3.2.1 <i>Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles</i>	32
3.2.2 <i>Approche par les cours boursiers</i>	33
3.2.3 <i>Approche par les comparables boursiers</i>	34
3.2.4 <i>Approche par les transactions récentes sur le capital</i>	35

3.2.5	<i>Synthèse de l'appréciation de l'Offre sur les Actions Coheris</i>	36
3.3	METHODES ECARTEES.....	36
3.3.1	<i>Cours cibles des analystes</i>	36
3.3.2	<i>Actualisation des dividendes</i>	37
3.3.3	<i>Actif Net comptable</i>	37
3.3.4	<i>Multiples de transactions comparables</i>	37
4.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	38
4.1	POUR L'INITIATEUR.....	38
4.2	ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	38

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants, du règlement général de l'AMF, ChapsVision¹, société par actions simplifiée à associé unique au capital de 15 000 000 d'euros, dont le siège social est situé 18, avenue Mozart, 75016 Paris, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 851 035 329 (« **ChapsVision** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée de manière irrévocable à offrir à l'ensemble des actionnaires² de la société Coheris, société anonyme, au capital de 2 274 230 euros, dont le siège social est situé 4, rue du Port aux Vins, 92150 Suresnes et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 399 467 927 (« **Coheris** » ou la « **Société** ») et dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext** ») (compartiment C) sous le code ISIN FR0004031763 d'acquérir, la totalité de leurs actions Coheris, hors Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-après) (l'« **Offre** »), au prix unitaire de 2,27 euros (le « **Prix d'Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 28 mai 2019, de la totalité des Actions de la Société détenues par DevFactory, soit 1 022 119 Actions représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 17,98% du capital social et 17,19% des droits de vote théoriques de la Société³ au prix de 2,20 euros par Action, coupon attaché, (sans possibilité de complément de prix) (l'« **Acquisition du Bloc** »). Dans la mesure où l'Initiateur détenait moins de 30% du capital et des droits de vote de la Société le jour du dépôt du projet d'Offre, l'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et revêt un caractère volontaire.

A la date du présent Projet de Note d'Information, et à la suite de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur détient 1 022 119 Actions représentant, à sa connaissance, 17,98% du capital social et 17,19% des droits de vote théoriques de la Société².

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert, en ce compris 314 693 Actions auto-détenues par la Société⁴, et à l'exclusion (i) des 38 803 actions attribuées gratuitement par la Société les 23 janvier 2018 et 27 mars 2018 et définitivement acquises les 19 mars et 27 mars 2019 mais dont la période de conservation ne se terminera que les 19 mars 2020 et 27 mars 2020, (ii) des 115 004 actions existantes, attribuées gratuitement par la Société les 29 janvier 2019 et 27 mars 2019, susceptibles d'être définitivement remises par la Société à l'issue de leur période d'acquisition, les 29 janvier 2020 et 27 mars 2020 (ensemble, les « **Actions Gratuites** ») et (iii) des 10 171 Actions auto-détenues par la Société affectées au contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont en date du 19 juin 2012 tel que modifié par avenant en date du 19 décembre 2018 (le « **Contrat de Liquidité** »), soit, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 4 499 478 Actions (les « **Actions Visées** ») représentant 79,14% du capital social et 80,05% des droits de vote théoriques de la Société⁵, à un prix de 2,27 euros par Action.

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

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de vingt-cinq (25) jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits

¹ ChapsVision est une société détenue à 100% par ChapsHolding, société holding détenue à 100% par Monsieur Olivier Dellenbach et son épouse.

² Autres que l'Initiateur.

³ Sur la base d'un nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 juin 2019 de 5 685 575 actions et 5 945 002 droits de votes.

⁴ L'Offre vise 314 693 Actions auto-détenues par la Société, compte tenu de la décision du conseil d'administration de la Société de les apporter à l'Offre. Ce montant comprend le nombre total d'Actions auto-détenues par la Société, soit 439 868, diminué (i) des 115 004 Actions Gratuites attribuées les 29 janvier 2019 et 27 mars 2019 par la Société et devant être définitivement remises par la Société à l'issue de leur période d'acquisition, les 29 janvier 2020 et 27 mars 2020 et (ii) des 10 171 Actions auto-détenues par la Société affectées au Contrat de Liquidité.

⁵ Sur la base d'un nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 juin 2019 de 5 685 575 actions et 5 945 002 droits de votes.

de vote de la Société supérieure à 50%, calculée conformément aux dispositions de l'article 231-1 du règlement général de l'AMF (le « **Seuil de Caducité** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (l' « **Etablissement Présentateur** »), garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1 Contexte et motifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

1.1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

a) Acquisition par l'Initiateur d'une participation de 17,98% du capital de la Société

L'Offre est présentée volontairement et s'inscrit dans le cadre d'un rapprochement entre l'Initiateur et la Société qui fait suite à des discussions engagées entre l'Initiateur et la Société sur l'intérêt dudit rapprochement.

Le 14 mai 2019, DevFactory a accepté d'engager une négociation sur les conditions de la cession de son bloc qui a abouti, le 21 mai 2019, à un accord portant sur l'intégralité de la participation de DevFactory (le « **Vendeur** »), soit 1 022 119 Actions, représentant, à la connaissance de l'Initiateur, environ 17,98% du capital social et 17,19% des droits de vote théoriques de la Société⁶, au prix de 2,20 euros par Action (coupon attaché). Cet accord ne prévoit pas de complément de prix au bénéfice du Vendeur. La réalisation de cette opération n'était par ailleurs soumise à aucune condition suspensive.

Le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), réuni le 21 mai 2019, a pris acte du projet de rapprochement avec l'Initiateur. Ce même jour, la Société a publié un communiqué de presse afin d'annoncer (i) l'accord relatif à l'acquisition de l'intégralité des Actions détenues par DevFactory au profit de l'Initiateur, soit un bloc représentant à la connaissance de l'Initiateur, 17,98% du capital social de la Société, à un prix de 2,20 euros par Action coupon attaché (sans complément de prix), et (ii) le projet d'Offre.

Le 24 mai 2019, le Conseil d'Administration s'est réuni pour désigner l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre⁷. Le Conseil d'Administration a décidé, à l'unanimité de ses membres, de désigner le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application des articles 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Le règlement hors-marché de l'Acquisition du Bloc est intervenu le 28 mai 2019.

La Société a par ailleurs engagé les procédures d'information et de consultation du comité social et économique immédiatement après l'annonce de l'Acquisition du Bloc. Un avis favorable à l'Offre a été rendu par le CSE le 14 juin 2019.

Le 17 juin 2019, le Conseil d'Administration s'est réuni pour prendre acte des nouvelles modalités de l'Offre reçues de ChapsVision. Dans le cadre de ces nouvelles modalités, ChapsVision a décidé de rehausser le prix d'acquisition proposé dans le cadre de l'Offre de 2,20 euros (coupon attaché) à 2,30 euros (coupon attaché), soit 2,27 euros par Action post détachement du dividende. Par ailleurs, ChapsVision a renoncé à son intention de demander un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

b) Evolution du capital et des droits de vote de Coheris

A la connaissance de l'Initiateur, le capital social de la Société est, à la date du présent Projet de Note d'Information, égal à 2 274 230 euros divisé en 5 685 575 Actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune.

⁶ Sur la base d'un nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 juin 2019 de 5 685 575 actions et 5 945 002 droits de vote.

⁷ Cf communiqué de presse de la Société du 24 mai 2019

- Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société avant l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-dessous présente la répartition, à la connaissance de l'Initiateur, du capital et des droits de votes théoriques de la Société avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc le 28 mai 2019 :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Public	3 348 503	58,9%	3 553 551	51%
DevFactory FZ LLC	1 022 119	18,0%	2 043 766	29,3%
SOCADIF	603 837	10,6%	603 837	8,7%
Autocontrôle	439 868	7,7%	439 868	6,3%
Rouvet Lazare ⁽²⁾	158 103	2,8%	195 629	2,8%
Managers ⁽²⁾	62 998	1,1%	62 999	0,9%
Salariés	49 097	0,9%	65 099	0,9%
Administrateurs	1 050	ns	1 900	ns
TOTAL	5 685 575	100,0%	6 966 649	100,0%

(1) Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droits de vote.

(2) Inclut les actions attribuées gratuitement définitivement acquises, mais n'inclut pas les 115 004 actions attribuées gratuitement qui seront définitivement acquises postérieurement à la clôture de l'Offre et qui seront prélevées sur les Actions auto-détenues par la Société.

Il est précisé que, dans les douze (12) mois précédant l'Acquisition du Bloc (dont la réalisation est intervenue le 28 mai 2019), l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'Actions.

- Répartition du capital social et des droits de vote de la Société postérieurement à l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-après présente la répartition, à la connaissance de l'Initiateur, du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date du présent Projet de Note d'Information :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% de droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Public	3 348 503	58,9%	3 553 551	59,8%
ChapsVision	1 022 119	18,0%	1 022 119	17,2%
SOCADIF	603 837	10,6%	603 837	10,2%
Autocontrôle	439 868	7,7%	439 868	7,4%
Rouvet Lazare ⁽²⁾	158 103	2,8%	195 629	3,3%
Managers ⁽²⁾	62 998	1,1%	62 999	1,1%

Salariés	49 097	0,9%	65 099	1,1%
Administrateurs	1 050	ns	1 900	ns
TOTAL	5 685 575	100,0%	5 945 002	100,0%

(1) Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les Actions privées de droits de vote.

(2) Inclut les actions attribuées gratuitement définitivement acquises, mais n'inclut pas les 115 004 actions attribuées gratuitement qui seront définitivement acquises postérieurement à la clôture de l'Offre et qui seront prélevées sur les Actions auto-détenues par la Société.

- *Actions attribuées gratuitement et contrat de liquidité*

Il est par ailleurs indiqué que les Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne pourront pas être apportées par les bénéficiaires durant la période d'ouverture de l'Offre et, le cas échéant, durant la période d'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-après), car leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation ne se termineront qu'après la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition ou de cession anticipés prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (i.e. décès ou incapacité du titulaire).

c) Déclarations de franchissement de seuils

En application des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce et de l'article 10 des statuts de la Société, l'Initiateur a déclaré à la Société et à l'AMF, par courriers en date des 27 et 28 mai 2019, qu'il avait, du fait de l'Acquisition du Bloc, franchi à la hausse le 21 mai 2019 les seuils de 5%, 10% et 15% du capital et des droits de vote de la Société et qu'il détenait directement 1 022 119 Actions représentant environ 17,98% du capital et 17,47% des droits de vote théoriques de la Société⁸. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 28 mai 2019 sous le numéro 219C0876.

En application des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, la société DevFactory a réciproquement déclaré à l'AMF, par courrier daté du 29 mai 2019, qu'elle avait, du fait de l'Acquisition du Bloc, franchi en baisse, le 24 mai 2019, les seuils de 25% et 20% des droits de vote et de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle ne détenait plus aucune Action de la Société.

d) Engagements d'apport à l'Offre

Aux termes d'engagements d'apport signés en date du 21 mai 2019 tels que modifiés le 12 juillet 2019 (les « **Engagements** »), Mme Nathalie Rouvet-Lazare, Président Directeur Général de la Société, et quatre managers de la Société (les « **Managers Clé** ») se sont engagés à apporter à l'Offre un total de 185 631 Actions, représentant 3,26% du capital social de la Société (l'« **Apport** »), sous réserve (i) du dépôt, au plus tard le 26 juillet 2019, par l'« Initiateur », d'un projet d'offre publique d'achat portant sur les Actions, pour un prix minimum par Action de 2,27 euros et (ii) de la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre au plus tard le 20 septembre 2019.

Ces Engagements d'Apport seront automatiquement caducs dans l'hypothèse où l'Initiateur renoncerait à l'Offre, conformément à l'article 232-11 du règlement général de l'AMF.

e) Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

⁸ Sur la base d'un nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 avril 2019 de 5 685 575 actions et 6 871 199 droits de vote.

1.1.2 MOTIFS DE L'ACQUISITION DU BLOC ET DE L'OFFRE SUBSEQUENTE

ChapsVision est une société détenue à 100% par ChapsHolding, société holding elle-même détenue à 100% par Monsieur Olivier Dellenbach et son épouse. Monsieur Olivier Dellenbach est le fondateur de la société eFront, premier fournisseur de solutions logicielles dédiées à l'industrie financière.

Diplômé de l'Ecole Polytechnique (promotion 81), et après une courte période de 3 ans dans le conseil, Monsieur Olivier Dellenbach a co-fondé sa première société de logiciels NAT Systèmes en 1987, revendue au Canadien Cognicase en 1998.

En 1999, Monsieur Olivier Dellenbach fonde eFront, un éditeur de logiciels spécialisé dans la gestion de portefeuilles d'investissements non cotés (Private Equity et Venture Capital). En 20 ans, eFront va devenir le leader mondial dans son secteur. La société, qui compte aujourd'hui plus de 750 collaborateurs et 800 clients, est présente dans plus de 30 pays à travers une vingtaine de bureaux. Elle réalise un revenu mondial de plus de 130 millions d'euros.

En avril 2019, eFront est cédée à l'américain BlackRock pour un montant d'environ 1.350 millions de dollars.

La présente Offre s'inscrit dans le cadre d'une démarche amicale et vise à relancer la croissance la Société à travers deux leviers : l'internationalisation, d'une part, et le positionnement des produits Coheris sur des marchés de niche porteurs en complément de ses marchés actuels, d'autre part.

1.1.3 DATAROOM

Au cours des négociations conduites en vue du rapprochement entre ChapsVision et Coheris, ChapsVision a eu accès à un nombre limité d'informations concernant Coheris au cours des mois d'avril et de mai 2019 dans le cadre d'une procédure dite de « data room ». Il est précisé que les informations communiquées par Coheris à ChapsVision l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de Data Room figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08). ChapsVision estime qu'outre les informations publiquement disponibles ou les informations qui figurent dans le Projet de Note d'Information, elle n'a pas reçu d'informations précises relatives, directement ou indirectement, à Coheris qui seraient susceptibles, si elles étaient rendues publiques, d'avoir une influence sensible sur le cours des actions Coheris.

1.1.4 INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

1.1.4.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière

Face à un marché de l'édition en pleine évolution et à la concurrence accrue d'éditeurs américains tels que Salesforce ou Microsoft disposant de moyens commerciaux et de distribution considérables et réalisant des investissements significatifs en recherche et développement, l'Initiateur entend faire évoluer le modèle de la Société vers une stratégie de croissance duale. Le premier axe de développement porterait sur un positionnement des produits Coheris sur des marchés de niche et le second sur un développement des activités de Coheris au-delà de ses frontières actuelles.

Un premier axe centré sur le positionnement des produits Coheris sur des marchés de niche porteurs en complément de ses marchés actuels

Ce premier axe de développement repose sur les savoir-faire existants de la Société et vise à positionner les produits Coheris sur des marchés de niche porteurs en complément de ses marchés actuels.

En effet, les marchés visés reposent sur une spécialisation forte, nécessitant une expertise métier, permettant de faire face à un nombre limité de concurrents. Ces niches se trouvent par exemple dans le secteur du *retail* ou de la finance.

Des investissements significatifs en R&D pourront permettre de créer une offre logicielle additionnelle adaptée aux besoins de ces métiers concurrentiels par rapport à des offres plus génériques.

Les compétences de Coheris dans les domaines de la *Business Intelligence* et de l'intelligence artificielle permettront à cette offre logicielle additionnelle de correspondre à la transformation attendue dans les produits CRM dans les années à venir sur ces secteurs de niche.

A ce titre, les offres de Coheris telles que Coheris CRM Nomad ou Coheris CRM Merch entrent dans cette logique.

Des réflexions sont engagées sur l'approche commerciale et le positionnement des offres par rapport à des concurrents potentiellement déjà présents sur ces marchés mais généralement de taille équivalente ou plus petite que Coheris.

Un second axe de développement à l'international

L'Initiateur entend que la Société développe une seconde stratégie complémentaire, centrée sur l'internationalisation.

Ce second axe correspond à une conviction forte qui s'appuie sur le besoin pour la Société de se développer hors de son marché national avec une démarche volontariste. Les régions prioritaires envisagées sont l'Europe du Sud et les Etats-Unis.

L'Initiateur envisage de réaliser des opérations de croissance externe complémentaires (au niveau produits et géographique) et ciblées. La Société pourrait ainsi bénéficier de contrats de distribution croisés avec des sociétés actives sur ces géographies. Si aucune acquisition n'est identifiée, la Société pourrait ouvrir des bureaux commerciaux dans les régions prioritaires envisagées.

Dans un second temps, l'Initiateur souhaite déployer les activités de Coheris au Royaume-Uni, en Allemagne et en Europe du Nord.

L'Initiateur dispose des moyens financiers pour couvrir les besoins de développement de la Société à court et moyen terme.

1.1.4.2 Intention en matière d'emploi

L'Initiateur indique que son Offre s'inscrit dans une politique industrielle de poursuite et de développement de l'activité de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines.

1.1.4.3 Composition des organes d'administration et de direction de la Société

Le Conseil d'Administration est actuellement composé de :

- Madame Nathalie Rouvet Lazare (Président du Conseil d'Administration et directeur général) ;
- Monsieur Jacques Behr* ;
- Monsieur Philippe Legorjus* ;
- Madame Corinne Fernandez* ;
- Madame Catherine Blanchet* ; et
- Monsieur Olivier Dellenbach.

*Administrateurs indépendants

La direction de la Société est actuellement assurée par Madame Nathalie Rouvet Lazare (Président directeur général).

Monsieur Olivier Dellenbach a été coopté par le Conseil d'Administration de la Société en date du 17 juin 2019 en remplacement du représentant de DevFactory à la suite de l'Acquisition du Bloc.

L'Initiateur n'envisage pas de modifier l'organisation juridique et opérationnelle de Coheris. La structure managériale de Coheris de même que la composition des organes de direction ne seraient pas non plus modifiées, à l'exception de la modification de la composition du Conseil d'Administration de la Société dont l'Initiateur souhaitera obtenir la majorité des membres à l'issue de l'Offre.

Par ailleurs, la Société continuera de se conformer aux recommandations du Code de gouvernement d'entreprise Middledent.

En outre, le règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société serait modifié afin de prévoir certaines limitations aux pouvoirs du directeur général.

1.1.4.4 Intérêt de l'Offre pour la Société et les actionnaires

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation.

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre bénéficieront, sur la base d'un Prix d'Offre par Action de 2,30 euros (coupon attaché), d'une prime offerte correspondant à 27% sur la base du cours de clôture

de la Société du 21 mai 2019, soit le dernier cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre, à 23% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes du dernier mois précédant l'annonce de l'Offre, à 27% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, et à 22% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre.

Les éléments d'appréciation du prix par Action de l'Offre sont présentés en section 3 du présent Projet de Note d'Information.

1.1.4.5 Synergies – Gains

L'Initiateur n'anticipe pas de générer de synergies de coûts ou de gains économiques à l'issue de l'Offre.

1.1.4.6 Informations concernant une éventuelle fusion

À la date du présent Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre la Société et l'Initiateur.

1.1.4.7 Politique de distribution de dividendes

L'Initiateur se réserve la possibilité de mettre en place une politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.

1.1.4.8 Retrait obligatoire et radiation

- Retrait obligatoire

L'Initiateur a renoncé à son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre telle que prévue aux termes de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier et de l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

- Radiation des actions de la Société d'Euronext

L'intention de l'Initiateur étant désormais de maintenir l'admission des Actions aux négociations sur Euronext à l'issue de l'Offre (et le cas échéant, de l'Offre Réouverte), il ne demandera pas à Euronext la radiation des Actions d'Euronext.

1.2 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Outre la nouvelle gouvernance décrite à la section 1.1.4.3 et les engagements d'apport visés à la section 1.1.1(d), Mme Nathalie Rouvet-Lazare et les Managers Clé se sont engagés, aux termes d'engagements signés en date du 21 mai 2019 tels que modifiés le 12 juillet 2019, à investir au capital de l'Initiateur sous forme d'actions ordinaires et/ou d'actions de préférence, par le biais d'un apport en numéraire réalisé dans les 10 jours ouvrés suivant la date à laquelle l'Initiateur détiendrait, directement ou indirectement, plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société.

Dans ce contexte et aux fins d'organiser leurs relations au sein de l'Initiateur, ChapsHolding S.A.S., Madame Nathalie Rouvet-Lazare (président du Conseil d'Administration et directeur général de la Société) et les Managers Clé se sont engagés à conclure un pacte d'associés concertant vis-à-vis de l'Initiateur (le « **Pacte** ») ainsi qu'avec d'autres cadres et dirigeants de la Société, le cas échéant (ensemble, les « **Dirigeants** »), étant précisé que le Pacte entrera en vigueur sous la condition suspensive de la détention, par l'Initiateur, directement ou indirectement, de plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

Le Pacte comprendra les principales dispositions suivantes restreignant ou organisant le transfert et la cession éventuelle des titres ChapsVision :

- un droit de sortie conjointe proportionnelle et totale en cas de changement de contrôle de ChapsVision ;
- un droit de sortie forcée pouvant être déclenché par ChapsHolding en cas d'offre d'acquisition sur plus de 95% des actions de ChapsVision ;
- des promesses de vente et d'achat successives entre ChapsHolding et les Dirigeants exerçables entre le 1^{er} mai 2024 et le 1^{er} novembre 2024, pour un prix par action égal à la valeur de marché à la date d'exercice desdites promesses, étant précisé que la valeur de marché sera calculée sur la base d'un multiple de l'EBITDA du groupe Chapsvision fonction du montant de son chiffre d'affaires consolidé auquel sera déduit la dette financière nette du groupe Chapsvision, et ne saurait constituer en aucun cas un prix plancher (la « **Valeur de Marché** ») ; et

- des promesses de vente consenties à ChapsHolding par chacun des Dirigeants en cas de départ de l'un d'eux de la Société ou de ChapsVision, le prix d'achat de ces promesses étant calculé de la manière suivante :

(i) pour les actions ordinaires, sur la base de la Valeur de Marché ;

(ii) pour les actions de préférence :

- a. en cas de départ sans faute, sur la base de la Valeur de Marché pour les actions de préférence définitivement acquises ; pour les actions de préférence non définitivement acquises, sur la base de la valeur de souscription en cas de départ pendant les douze premiers mois puis, après cette période, le plus faible des montants entre la Valeur de Marché et la valeur de souscription ;
- b. en cas de départ pour faute, sur la base de la valeur de souscription en cas de départ pendant les douze premiers mois puis, après cette période, le plus faible des montants entre la Valeur de Marché et la valeur de souscription.

Le Pacte comprendra également des stipulations relatives à la gouvernance de ChapsVision qui compléteront les dispositions figurant dans les statuts de ChapsVision. Ainsi, ChapsVision sera présidée par ChapsHolding sous le contrôle d'un conseil de surveillance.

Certaines décisions importantes relatives à ChapsVision ou à ses filiales et participations directes et indirectes, en ce compris la Société, ne pourront être prises par le président, les directeurs généraux ou les directeurs généraux délégués de ChapsVision qu'après avoir été débattues et préalablement autorisées par le conseil de surveillance de ChapsVision. Ces décisions portent notamment sur l'approbation du budget annuel, l'engagement de toute dépense significative, la signature de contrats importants, le recrutement de salariés clés ou l'émission d'actions et autres titres de capital.

Les autorisations préalables conférées par le conseil de surveillance sont décidées à la majorité simple de ses membres présents ou représentés.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 18 juillet 2019 le Projet de Note d'Information pour le compte de l'Initiateur.

Il est précisé que l'Etablissement Présentateur garantit 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 normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions Visées et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 2,27 euros par Action pendant une durée de vingt-cinq (25) jours de négociation.

A compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir sur le marché des Actions, dans les limites de l'article 231-38 IV et V du règlement général de l'AMF, soit au cas présent 683 553 Actions.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert, en ce compris 314 693 Actions auto-détenues par la Société⁹, et à l'exclusion (i) des Actions Gratuites en Conservation, (ii) des Actions Gratuites 2019, et (iii) des 10 171 Actions auto-détenues par la Société affectées au Contrat de Liquidité, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 4 499 478 Actions (les « **Actions Visées** ») représentant 79,14% du capital social et 80,05% des droits de vote théoriques de la Société¹⁰.

2.3 Situation des titulaires d'Actions Gratuites

A la connaissance de l'Initiateur, les Actions Gratuites à la date du Projet de Note d'Information se décomposent de la manière suivante :

- un maximum de 115 004 actions en période d'acquisition et donc non encore définitivement remises à leurs titulaires (correspondant au Plan AGA 2019)¹¹ (les « **Actions Gratuites 2019** »); et
- 38 803 actions définitivement acquises et donc émises, mais incessibles étant en période de conservation (correspondant au Plan AGA 2018) (les « **Actions Gratuites en Conservation** »),

ensemble, les « **Actions Gratuites** ».

Les Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne pourront pas être apportées par les bénéficiaires durant la période d'ouverture de l'Offre et, le cas échéant, durant la période d'Offre Réouverte en cas d'atteinte du Seuil de Caducité, car leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation ne se termineront qu'après la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition ou de cession

⁹ L'Offre vise les 314 693 Actions auto-détenues par la Société, compte tenu de la décision du conseil d'administration de la Société de les apporter à l'Offre. Ce montant comprend le nombre total d'Actions auto-détenues par la Société, soit 439 868, diminué (i) des 115 004 Actions Gratuites attribuées les 29 janvier 2019 et 27 mars 2019 par la Société et devant être définitivement remises par la Société à l'issue de leur période d'acquisition, soit les 29 janvier 2020 et 27 mars 2020 et (ii) des 10 171 Actions auto-détenues par la Société affectées au Contrat de Liquidité.

¹⁰ Sur la base d'un nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 juin 2019 de 5 685 575 actions et 5 945 002 droits de vote.

¹¹ Il est précisé que, conformément aux termes et conditions du plan d'AGA 2019, en cas de changement de contrôle de la Société avant la date de constatation des critères de performance du plan d'AGA 2019, la totalité des AGA attribuées seront définitivement acquises par leurs bénéficiaires.

anticipés prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (i.e. décès ou incapacité du titulaire).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Actions Gratuites en cours mis en place par la Société :

Référence du plan	Plan AGA 2018	Plan AGA 2019
Nombre d'Actions Gratuites attribuées sous conditions	38 803	115 004
Date d'attribution	23 janvier 2018/ 27 mars 2018	29 janvier 2019/ 27 mars 2019
Date d'acquisition	19 mars 2019/ 27 mars 2019	29 janvier 2020/ 27 mars 2020
Date de fin de la période de conservation	19 mars 2020/ 27 mars 2020	29 janvier 2021/ 27 mars 2021
Total des Actions Gratuites en période d'acquisition	0	115 004
Total des Actions Gratuites en période de conservation	38 803	0

2.4 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 18 juillet 2019.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 18 juillet 2019 sur son site Internet (www.amf-france.org). Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.chapsvision.com) et est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities. En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information a été diffusé le même jour.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société déposera auprès de l'AMF un projet de note en réponse comprenant notamment (i) le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, (ii) l'avis motivé de son Conseil d'Administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, et (iii) l'avis du comité social et économique de la Société.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information.

La Note d'Information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'Initiateur (www.chapsvision.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé en application des dispositions de l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

2.5 Seuil de caducité de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % (le « **Seuil de Caducité** »).

Compte tenu des Actions acquises par l'Initiateur au titre de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur devra se voir apporter dans le cadre de l'Offre 1 820 669 Actions représentant environ 32% du capital social de la Société pour atteindre le Seuil de Caducité.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat provisoire de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs, en principe dans les deux (2) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

2.6 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini ci-après), devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Les Actions détenues sous forme nominative pure devront être converties au porteur ou au « nominatif administré » pour être présentées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires détenant leurs Actions sous forme nominative pure sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion au porteur ou au « nominatif administré » de ces Actions détenues afin de les apporter à l'Offre ou le cas échéant à l'Offre Réouverte. Les intermédiaires financiers teneurs de compte devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur ou au « nominatif administré » des Actions apportées à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté, un ordre d'apport à l'Offre de leurs Actions, conforme au modèle qui sera remis à leur disposition par l'intermédiaire financier. Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext, transférer à Euronext les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des Actions à l'Offre, sauf en vertu d'un accord écrit conclu avec l'Initiateur ou ses affiliés. En particulier, aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les Actions seront apportées à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre, ou leur restitution en cas de non atteinte du Seuil de Caducité. La date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

2.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier figurant ci-dessous est proposé à titre indicatif.

18 juillet 2019	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF par l'Initiateur et mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
18 juillet 2019	Dépôt à l'AMF du projet de note en réponse de Coheris comprenant le rapport de l'expert indépendant et mise à disposition du public dudit projet de note en réponse
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de Coheris
3 septembre 2019	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de ChapsVision et visa de la note en réponse de Coheris
4 septembre 2019	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) (i) de la note d'information de ChapsVision et de la note en réponse de Coheris visées par l'AMF et (ii) des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de ChapsVision et de Coheris
4 septembre 2019	Communiqués sur les modalités de mise à disposition des notes de ChapsVision et de Coheris et des documents « Autres Informations »
5 septembre 2019	Ouverture de l'Offre
9 octobre 2019	Clôture de l'Offre
16 octobre 2019	Publication de l'avis de résultat de l'Offre
23 octobre 2019	Règlement-livraison de l'Offre
24 octobre 2019	En cas de succès de l'Offre et dans les conditions fixées à la section 2.9, ouverture de l'Offre Réouverte
7 novembre 2019	Clôture de l'Offre Réouverte
14 novembre 2019	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte

Conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture et de clôture ainsi que les résultats de l'Offre devront être publiés par l'AMF.

2.8 Possibilité de renonciation à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve notamment le droit de renoncer à son Offre pendant la période d'Offre initiale si celle-ci devient sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre, ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur. Il est précisé que l'Initiateur ne pourra se prévaloir de cette faculté de renonciation qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF.

En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les Actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

2.9 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le Seuil de Caducité serait atteint, l'Offre serait automatiquement réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de négociation.

Les termes et conditions de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

2.10 Frais et financement de l'Offre

2.10.1 FRAIS LIES A L'OFFRE

Le montant global des frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant, en particulier, les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques et comptables et de tous autres experts et autres consultants, ainsi que les frais de publicité et de communication) est estimé à environ cinq cent mille euros (500.000 €) (hors taxes).

2.10.2 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE

Dans l'hypothèse où l'intégralité des 4 499 478 Actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre (hors commissions et frais annexes), sur la base d'un Prix d'Offre de 2,27 euros, s'élèverait à dix millions deux cent treize mille huit cent quinze euros et six centimes (10 213 815,06 €).

Le financement des sommes dues par l'Initiateur et des frais supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sera réalisé par l'utilisation de sa trésorerie disponible.

2.11 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être diffusée dans les pays autres que la France.

L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Le présent Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente Note d'Information et de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains États. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

La présente Note d'Information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis.

La présente Note d'Information ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente Note d'Information, et aucun autre document relatif à la présente Note d'Information ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier.

L'Initiateur se réserve le droit de considérer comme non-valable tout ordre d'apport de titres (i) qui apparaît à l'Initiateur comme ayant été signé ou envoyé à partir des États-Unis (ii) qui n'inclut pas une déclaration de l'actionnaire selon le paragraphe précédent ; ou (iii) lorsque l'Initiateur considère que l'acceptation de l'Offre constituerait une violation des règles légales ou réglementaires.

Toute personne située aux États-Unis qui obtient un exemplaire de la présente Note d'Information devra ne pas en tenir compte.

Pour les besoins des quatre paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2.12 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les descriptions suivantes résument certaines conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre.

L'attention de ceux-ci est néanmoins attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient avoir des effets rétroactifs ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités à s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les actionnaires personnes physiques ou morales n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence et, le cas échéant, aux dispositions de la convention fiscale signée entre la France et leur État de résidence.

2.12.1 PERSONNES PHYSIQUES RESIDENTES FISCALES DE FRANCE AGISSANT DANS LE CADRE DE LA GESTION DE LEUR PATRIMOINE PRIVE ET NE REALISANT PAS D'OPERATIONS DE BOURSE A TITRE HABITUEL ET NE DETENANT PAS DES ACTIONS DANS LE CADRE D'UN DISPOSITIF D'EPARGNE SALARIALE OU D'INCITATION DU PERSONNEL

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou celles détenant des actions au titre d'un plan d'options d'achat ou de souscription d'actions ou détenant des actions attribuées gratuitement ou détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

a) Régime de droit commun

i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158, 6 bis et 200 A du code général des impôts (« CGI »), les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés réalisés par des personnes physiques sont, en principe, soumis à un prélèvement forfaitaire unique (« PFU ») au taux de 12,8 %.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés réalisés par des personnes physiques peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse et irrévocable du contribuable exercée dans le délai de dépôt de sa déclaration d'impôt sur le revenu de l'année concernée, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. L'option s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus, gains nets, profits, plus-values et créances entrant dans le champ d'application du PFU. Si une telle option est exercée, les gains nets de cessions de valeurs mobilières et de titres assimilés acquis ou souscrits avant le 1er janvier 2018 sont pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI (en prenant pour hypothèse que les conditions de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI ne seraient remplies), égal à :

- 50 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;
- 65 % de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des Actions cédées. En tout état de cause, les gains nets de cession d'Actions acquises ou souscrites à compter du 1er janvier 2018 sont exclues du champ d'application des abattements.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession puis, en cas de solde négatif, sur celles des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). L'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, au gain net ainsi obtenu.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables, ayant réalisé des moins-values au cours de l'année de cession de leurs Actions dans le cadre de l'Offre, ou réalisant une moins-value lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

L'apport d'Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces Actions dans le cadre d'opérations antérieures.

ii) Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession de valeurs mobilières et de titres assimilés réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont également soumis, sans abattement, aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2 % répartis comme suit :

- 9,2 % au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG ») ;
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») ;
- 7,5 % au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis au PFU, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible (à hauteur de 6,8 % dans l'hypothèse où n'aurait pas été appliqué l'abattement pour durée de détention renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI) du revenu global imposable l'année de son paiement, le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 euros et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de revenu fiscal de référence comprise entre 500 001 euros et 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus, est défini conformément aux dispositions du 1^o du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu (voir paragraphe (a)(i) (Impôt sur le revenu) ci-dessus).

b) Cas des actions détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des Actions dans le cadre d'un PEA et/ou d'un PEA « PME-ETI » pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA si elle intervient plus de 5 ans après la date d'ouverture du PEA ou lors d'un retrait partiel s'il intervient plus de 5 ans après la date d'ouverture, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-dessus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe (a)(ii) ci-dessus à un taux de 17,2 % pour les gains réalisés à compter du 1^{er} janvier 2018. Toutefois, le taux applicable est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été réalisé pour (i) les gains acquis ou constatés avant le 1^{er} janvier 2018 et (ii) les gains réalisés dans les cinq premières années suivant l'ouverture du PEA lorsque ce PEA a été ouvert avant le 1^{er} janvier 2018.

Des dispositions particulières, non décrites dans la présente Note d'Information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère.

La catégorie de PEA, dite « PME-ETI », bénéficie des mêmes avantages fiscaux que le PEA de droit commun. Sous réserve de certaines conditions, la somme des versements en numéraire effectués sur un PEA et un PEA « PME-ETI » ne peut excéder la limite de 225.000 euros, étant précisé que le plafond des versements sur un PEA est de 150.000 euros. Le PEA « PME-ETI » est cumulable avec un PEA de droit commun, et chaque contribuable ne peut être titulaire que d'un PEA et d'un PEA « PME-ETI ».

Les personnes qui détiennent leurs Actions dans le cadre d'un PEA ou d'un PEA « PME-ETI » sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.12.2 PERSONNES MORALES RESIDENTES FISCALES DE FRANCE SOUMISES A L'IMPOT SUR LES SOCIETES

a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'Actions dans le cadre de l'Offre seront en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, à savoir pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019 28 % pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000 € et 31 % pour la fraction excédant 500 000 €. Sous réserve des modifications législatives à venir, ce taux sera abaissé à 28 % à compter du 1^{er} janvier 2020, 26,5 % à compter du 1^{er} janvier 2021 et 25 % à compter du 1^{er} janvier 2022. Ces plus-values sont également soumises, le cas échéant, à la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Les actionnaires personnes morales de la Société sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le taux d'impôt sur les sociétés qui leur est applicable.

Les moins-values constatées à l'occasion de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

Il est enfin précisé que l'apport d'Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report, sursis d'imposition ou régime de faveur dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces Actions dans le cadre d'opérations antérieures.

b) Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession des titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'Actions répondant à la qualification de « titres de participation » et détenues depuis au moins deux ans seront exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux normal de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI : (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition dans ce cas de représenter au moins 5 % des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de s'assurer que les Actions qu'elles détiennent constituent des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel à ce titre.

2.12.3 PERSONNES NON-RESIDENTES FISCALES EN FRANCE

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et des règles particulières applicables, le cas échéant, aux actionnaires personnes physiques non-résidents fiscaux français ayant acquis leurs Actions dans le cadre d'un dispositif d'incitation du personnel ou d'épargne salariale, les plus-values

réalisées à l'occasion de la cession de leurs Actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France (sans que la propriété des Actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrits les Actions) et, qui n'ont, à aucun moment au cours des cinq (5) années qui précèdent la cession, détenu, directement ou indirectement, seuls ou avec des membres de leur famille, une participation représentant plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société, ne sont en principe pas soumises à l'impôt en France (articles 244 bis B et C du CGI), sauf lorsque les plus-values sont réalisées par des personnes ou des organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI tel que modifié par la loi n° 2018/898 du 23 octobre 2018 de lutte contre la fraude. Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values seront imposées au taux forfaitaire de 75 %, sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales éventuellement applicables.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale.

2.12.4 PERSONNES SOUMISES A UN REGIME D'IMPOSITION DIFFERENT

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les personnes dont les opérations portant sur les valeurs mobilières sont réalisées dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial ou les personnes physiques qui ont acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.12.5 DROITS D'ENREGISTREMENT OU TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIERES

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société qui a son siège social en France et dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions est assujettie à un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI.

Dans la mesure où la capitalisation boursière de la Société n'excède pas un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2018, l'acquisition par l'Initiateur des Actions ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 *ter* ZD du CGI ; les actionnaires de la Société ne seront pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs Actions dans le cadre de l'Offre.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est de 2,27 euros par Action payable en numéraire. A la suite du relèvement du prix par l'Initiateur de 2,17 euros (coupon détaché) à 2,27 euros, ce prix est supérieur à celui payé par l'Initiateur, soit 2,20 euros coupon attaché (sans possibilité de complément de prix) pour l'Acquisition du Bloc représentant 17,98% du capital social et 17,47% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre d'Actions non dilué.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities, conseil financier et Etablissement Présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur. Ces éléments ont été établis sur la base des méthodes usuelles d'évaluation fondées sur les informations publiques disponibles, et informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part d'Invest Securities.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le présent Projet de Note d'information autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans le présent Projet de Note d'Information.

3.1 Méthodologie

3.1.1 AGREGATS DE REFERENCE

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de Coheris pour les exercices 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 et 2018, les supports communiqués aux investisseurs par la société lors de la présentation des résultats 2017 et 2018, ainsi que les rapports semestriels 2017 et 2018.

Le management de Coheris n'a pas communiqué de plan d'affaires pour les années à venir. Les estimations détaillées par la suite ont donc été construites sur la base des informations passées et des discussions avec le management de la société, sans que ce dernier ne valide ou n'infirmes les hypothèses.

3.1.2 HISTORIQUE DE LA SOCIETE

Constitué en 1994, Coheris est un groupe de technologie œuvrant dans le domaine de l'amélioration de la performance opérationnelle des entreprises, en proposant des solutions de gestion de la relation clients (CRM pour Customer Relationship Management) et d'exploitation des données de l'entreprise (BI pour Business Intelligence).

Introduite à la bourse de Paris sur le Nouveau Marché en juin 1999, Coheris va se développer par croissance externe sur les métiers du logiciel et des services entre 2000 et 2008. Ces acquisitions seront notamment financées par 2 augmentations de capital de 5,7m€ en 2005 et 1,7m€ en 2006.

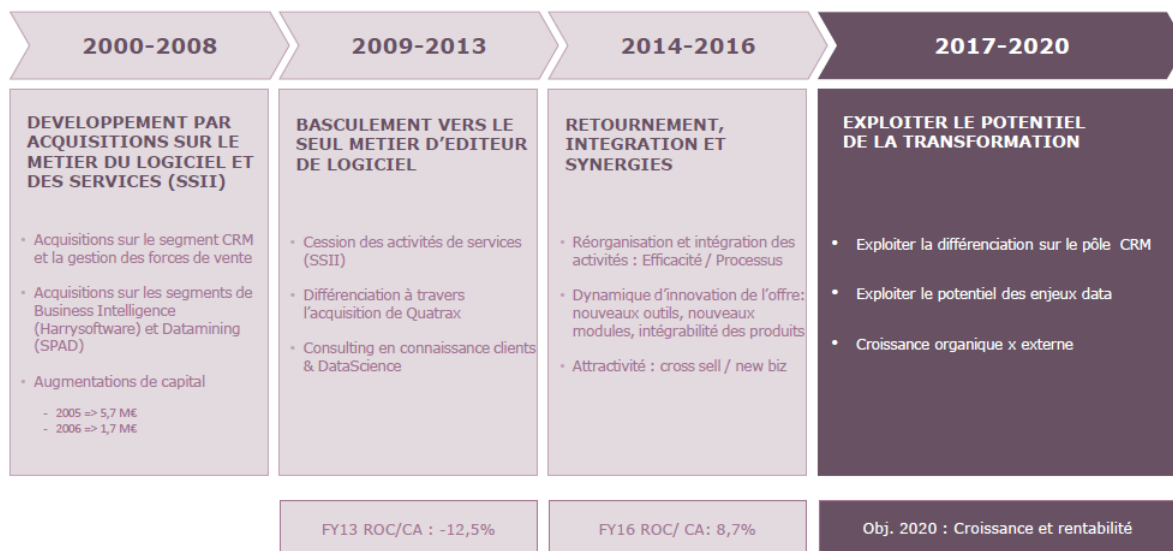
Le groupe s'est recentré en 2009 sur le seul métier de l'édition de logiciels, ce qui s'est traduit par les cessions des agences « Global Services » de Lyon et Paris, de l'activité Support Nomade de Cergy, et de la société Coheris Infocat, ainsi que par la liquidation de la société Coheris Espagne. Coheris a procédé également à l'acquisition en 2011 de Quatrax (2 millions d'euros de CA en 2010), société de conseil spécialisée dans les études marketing client et les solutions de pilotage de la performance, afin d'accélérer le développement de ses offres logicielles orientées métiers et à forte valeur ajoutée. Cette réduction du périmètre d'activité, combinée à une pression sur les revenus de ses activités logicielles et au maintien d'importants investissements en R&D ont entraîné une dégradation des résultats, avec un résultat opérationnel courant de -1,95 million d'euros en 2013.

Dans ce contexte, une nouvelle direction a été mise en place en décembre 2013 avec la nomination de Nathalie Rouvet Lazare en qualité de Président Directeur Général, en remplacement de Fabrice Roux qui dirigeait la société depuis janvier 2007. Cette dernière va alors s'atteler à réorganiser et intégrer les différentes activités, dynamiser l'innovation de l'offre avec de nouveaux outils, de nouveaux modules et une meilleure intégrabilité des produits et enfin à relancer la dynamique commerciale. Cette stratégie se traduit par le retour de la profitabilité (Résultat Opérationnel Courant de 1,29 million d'euros en 2016, soit 8,7% du CA).

Cette phase de redressement terminée, le management a annoncé le 22 mars 2017 un plan d'action stratégique pour la période 2017-20 visant à retrouver le chemin de la croissance en combinant développement organique et

acquisitions et à dégager à horizon 2020 une marge opérationnelle courante à deux chiffres. Cette stratégie n'a pour le moment pas délivré les résultats escomptés, puisque le chiffre d'affaires a reculé en 2017 (-6,1% à 13,91 millions d'euros) et en 2018 (-0,7% à 13,82 millions d'euros) et la marge opérationnelle courante est inférieure à celle dégagée en 2016 (5,3% en 2017 et 7,7% en 2018 vs 8,7% en 2016). Selon la direction, ceci est lié au changement de comportement des clients qui adoptent de plus en plus le modèle de location, ce qui a pour conséquence de lisser dans le temps la reconnaissance des revenus en comparaison d'un modèle de vente de licences perpétuelles pour lequel l'essentiel du chiffre d'affaires est reconnu la première année. Nous reviendrons plus en détail sur ce point (cf. partie 2.4) qui est un enjeu majeur pour la construction des résultats de Coheris pour les années à venir.

Historique de Coheris



Source : Coheris

3.1.3 PRESENTATION DES ACTIVITES

Le portefeuille de solutions logicielles de Coheris est aujourd'hui divisé en 2 segments : CRM et Analytics, Artificial Intelligence & Data Governance.

Solutions CRM (70% du chiffre d'affaires 2018)

Coheris dispose de 2 offres sur ce segment : CRM Suite & CRM Nomad. Adressant les ETI et Grandes Entreprises (déploiement de 10 à plusieurs centaines d'utilisateurs), CRM Suite est une solution logicielle de gestion de la relation clients incluant différents modules : Service & Relations Clients (augmentation de la satisfaction et de la fidélité des clients, amélioration de la qualité de services), Forces de Ventes (pilotage et optimisation de l'activité commerciale) et Marketing (animation des campagnes marketing, ciblage des clients à potentiel...). CRM Nomad est une solution de gestion et de pilotage commercial en mode déconnecté pour les forces de vente nomades (15 à plusieurs centaines d'utilisateurs) visitant des points de vente. Adressant principalement le secteur de l'alimentaire et des boissons, l'offre accompagne les équipes commerciales dans la préparation de la stratégie commerciale, l'exécution et le suivi d'activité. Sur ce marché, Coheris fait face à la concurrence de leaders mondiaux (Salesforce, Microsoft Dynamics CRM, Sugar CRM, SAP CRM, Oracle CRM) et d'acteurs locaux (E-Deal, Easiware, Zendesk, Solo, Klee Group...).

Solutions Analytics / IA & Gouvernance des données (30% du chiffre d'affaires 2018)

Coheris dispose de 3 offres sur ce segment : Liberty (Business Intelligence et Visualisation des données), Spad (analyse des données et intelligence artificielle) et RGPD Text Control (Gouvernance des données). Liberty est une plateforme dédiée à l'informatique décisionnelle, permettant de développer et de déployer des rapports et des applications de Business Intelligence pour les différents services de l'entreprise. L'offre s'adresse aux PME/ETI et certains départements de grands comptes pour des déploiements de 10 à plusieurs centaines d'utilisateurs. Spad est un logiciel destiné aux data scientists leur permettant d'explorer de larges volumes de données, afin d'extraire des informations stratégiques pour la prise de décision. Il comprend ainsi des modules de gestion des données, de statistiques descriptives & test, analyse factorielle, modélisation statistique, d'algorithme et d'analyse de données

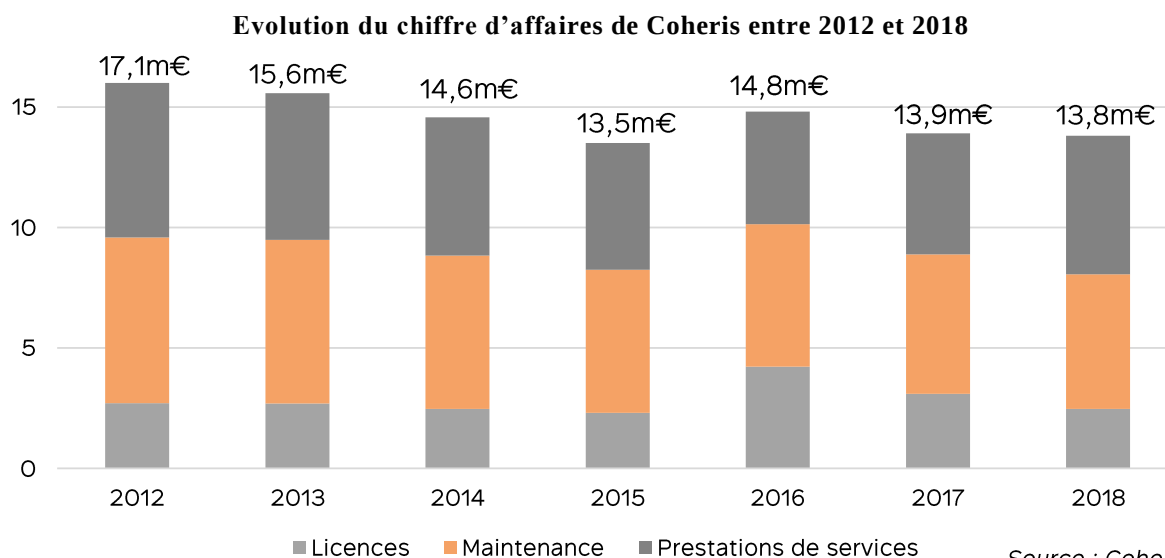
textuelles. Enfin, RGPD Text Control est un logiciel permettant de monitorer en temps réel les données sensibles présentes dans les zones de texte libre des applications et de s'assurer qu'elles respectent la réglementation européenne en vigueur, pouvant par exemple proposer des alternatives pour remplacer des expressions interdites. Sur ce marché, Coheris fait face à la concurrence de leaders mondiaux (SAP BO, IBM Cognos, Microsoft SSAS-SSRS, TIBCO, Tableau Software, Salesforce, Adobe, Oracle) et d'acteurs locaux (Toucan Toco, Cloudera, Rapidminer, Eptica, Varonis...).

3.1.4 EVOLUTION DES RESULTATS

Depuis 2005, Coheris publie ses résultats en normes IFRS, conformément à la réglementation adoptée par la Commission européenne n°1606/2002 en juillet 2002 qui l'exige pour les sociétés européennes dont les titres sont négociés sur un marché réglementé. Au vu de l'évolution de la stratégie suite à l'arrivée de la nouvelle direction générale fin 2013, l'analyse de l'historique se concentre sur la période 2012-2018.

Evolution du Chiffre d'affaires de Coheris

Inhérent à son modèle économique d'éditeur de logiciels, Coheris décompose son chiffre d'affaires entre ventes de licences (18% du chiffre d'affaires 2018), maintenance (40%) et prestations de services (42%). Notons par ailleurs que si Coheris n'est implanté qu'en France, il réalise environ 20% de son chiffre d'affaires à l'international en accompagnant ses clients.



A son arrivée fin 2013 à la tête de Coheris, Nathalie Rouvet Lazare s'est attachée à redresser rapidement la rentabilité, tout en préparant la croissance future. Pour activer ce deuxième levier, elle a décidé de relancer la dynamique d'innovation de l'offre pour améliorer l'intégration des solutions des 2 lignes de métiers (CRM et Analytics / IA & Gouvernance des Données) et pour lancer sur le marché de nouvelles solutions. Les dernières mesures mettant du temps à se matérialiser compte tenu de la longueur des cycles de développement et des cycles de décisions chez les clients, le chiffre d'affaires de Coheris, qui avait connu une forte décroissance jusqu'en 2013, a ensuite été stabilisé entre 2014 et 2018. Le chiffre d'affaires a également été impacté par la décision stratégique de diminuer les effectifs de consultants tout en conservant des équipes de R&D stables afin de poursuivre la dynamique d'innovation. En 2016, le rebond du chiffre d'affaires de +9,6% à 14,82 millions d'euros s'explique essentiellement par le gain d'un contrat majeur qui a engendré la reconnaissance de revenus de licences de près de 1 million d'euros, soit près de la moitié des ventes de licences réalisées en 2015 (2,31 millions d'euros). Retraité de ce contrat, le chiffre d'affaires du groupe progresse de seulement +2% en 2016 et de +0,7% en 2017.

Pour la seconde phase de son plan de développement visant à recueillir les fruits de la transformation menée depuis fin 2013, Coheris a délivré des performances décevantes. Le chiffre d'affaires a reculé de -6,1% en 2017 à 13,91 millions d'euros et de -0,7% en 2018 à 13,82 millions d'euros. Au-delà de l'effet de base défavorable de 2016 inhérent au gain du contrat de 1 million d'euros, Coheris est confronté à l'évolution de l'attitude de ses clients vis-à-vis du Cloud Computing (informatique en nuage qui consiste à exploiter la puissance de calcul et de stockage de serveurs informatiques distants par l'intermédiaire d'un réseau et ainsi virtualiser les ressources informatiques des entreprises). Alors que les clients de Coheris étaient réticents il y a encore quelques années à opter pour ce nouvel usage et privilégiaient le modèle historique on premise (logiciel installé sur l'infrastructure informatique de

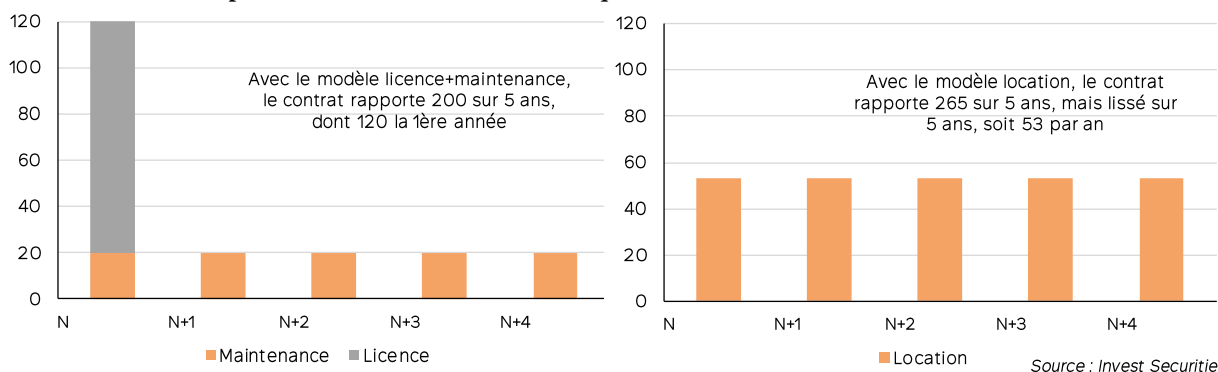
l'entreprise), la levée progressive des craintes entourant la sécurité des données, les avantages technologiques (facilité d'implémentation, flexibilité accrue et accessibilité optimisée) et financiers (Coût total de possession d'un logiciel inférieur de moitié à un modèle on premise selon SaaS Report) ont accéléré son adoption. Pour les éditeurs de logiciels, cela a pour conséquence de modifier la reconnaissance de son chiffre d'affaires, passant de la vente à la location de logiciels.

Jusqu'à présent, les logiciels on premise étaient commercialisés sous la forme d'une vente de licence perpétuelle assortie d'un contrat de maintenance et de mise à jour pluriannuel ou renouvelable par tacite reconduction. De manière schématique, le client verse la 1ère année 100 pour l'acquisition de la licence perpétuelle et 20 durant 5 ans au titre de la maintenance. L'éditeur perçoit ainsi 120 en année N et 20 les 4 années suivantes, soit au total 200 sur la durée du contrat. Au-delà, il continue à recevoir 20 de maintenance chaque année. Dans le cas de la location, le business model consiste en une offre englobant le droit d'usage pour une durée limitée (vs perpétuelle dans le cas d'acquisition d'une licence) et la prestation de support (maintenance), à laquelle il faudra éventuellement ajouter la facturation des coûts d'infrastructures informatiques. De manière générale, la tarification en location a été construite de manière à ce que les revenus générés pour l'éditeur soient identiques au bout de 3 ans à ceux du modèle licence perpétuelle + maintenance. En comparaison du modèle licence + maintenance exposé ci-dessus, cela correspond à une facturation de 53 chaque année. La comparaison des modèles fait ressortir 2 constats :

- Les revenus reconnus l'année N sont sensiblement inférieurs (-56%) dans le cas d'une location (53) à la vente de licence + maintenance. C'est le principe de migration Cloud qui fait que la transition du modèle historique vers la location est temporairement pénalisante pour la croissance des éditeurs de logiciels.
- La facturation cumulée sur 5 ans est supérieure de +33% dans le cas de la location (265) vs licence + maintenance (200), sans même intégrer le coût d'hébergement des infrastructures. Ce surcoût est censé rémunérer le risque pour l'éditeur de voir son client se désabonner à tout moment. Dans les faits, le taux de désabonnement dans l'industrie du logiciel, et PLM en particulier, est extrêmement faible (<5% chaque année), les clients ne pouvant se passer des solutions.

Notons un point également important dans la réflexion des directions informatiques. L'acquisition de licences passe en investissement (capex) quand la location passe en coûts opérationnels (opex), renforçant pour la location le ressenti de souplesse et de variable d'ajustement dans leur processus budgétaire.

Comparaison des modèles économiques location vs licence + maintenance



Coheris se retrouve ainsi confronté à une évolution de son mix de chiffre d'affaires vers la location, ce qui pénalise sa croissance. La société ne communique pas sur la contribution à son chiffre d'affaires des revenus Cloud reportés au sein du segment Licences, se contentant d'indiquer sa croissance (+28% en 2018 par rapport à 2017). Il est donc difficile de décomposer la performance opérationnelle du groupe entre dynamique commerciale et évolution du mix de chiffre d'affaires. Au titre de 2018, il est seulement possible de constater (i) la décroissance de -3,5% du chiffre d'affaires maintenance et (ii) le repli des ventes de licences perpétuelles de -20% à -90% (selon que le chiffre d'affaires Cloud, en croissance de +28%, représente 5% à 95% du chiffre d'affaires licences en recul de -20% en 2018).

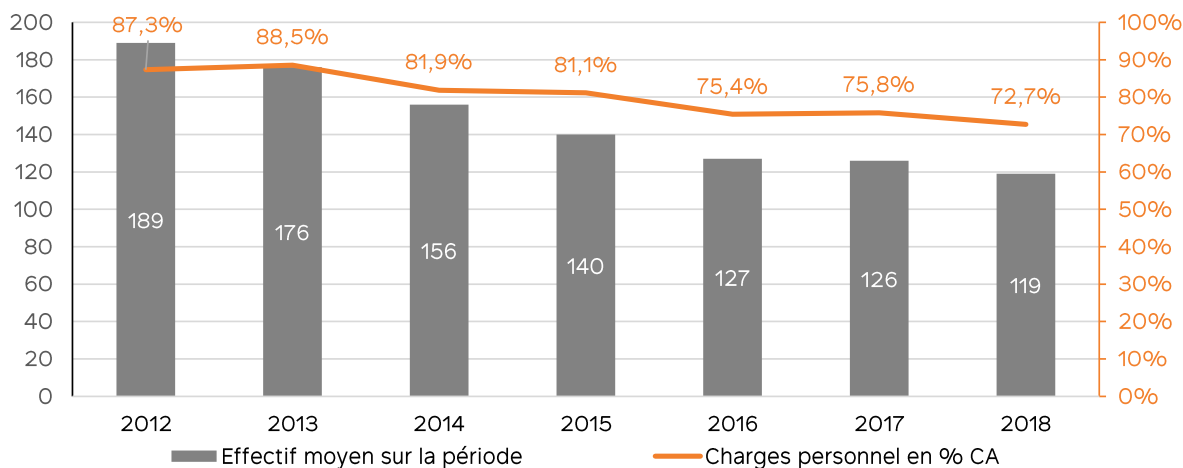
Evolution de la rentabilité de Coheris

Coheris présente un modèle traditionnel d'éditeurs de logiciels avec une structure de coûts essentiellement fixes. Tout l'enjeu est donc théoriquement de faire progresser l'activité pour améliorer la rentabilité. Ce schéma ne s'appliquait pas à Coheris au vu des pertes importantes réalisées en 2012 et 2013 (Résultat Opérationnel Courant

de -1,72 million d'euros en 2012 et -1,95 million d'euros en 2013) et de la nécessité de redresser rapidement la rentabilité.

Comme présenté précédemment, la stratégie mise en place par Nathalie Rouvet Lazare fin 2013 s'est donc concentrée sur la rationalisation des ressources du groupe. Cela s'est traduit par une réduction de -35% des charges de personnel entre 2012 et 2018, avec un effectif moyen passé de 189 collaborateurs en 2012 à 119 en 2018. Ainsi, en dépit de la diminution du CA sur la période, les charges de personnel ne représentent plus que 72,7% du chiffre d'affaires en 2018 vs 87,3% en 2012.

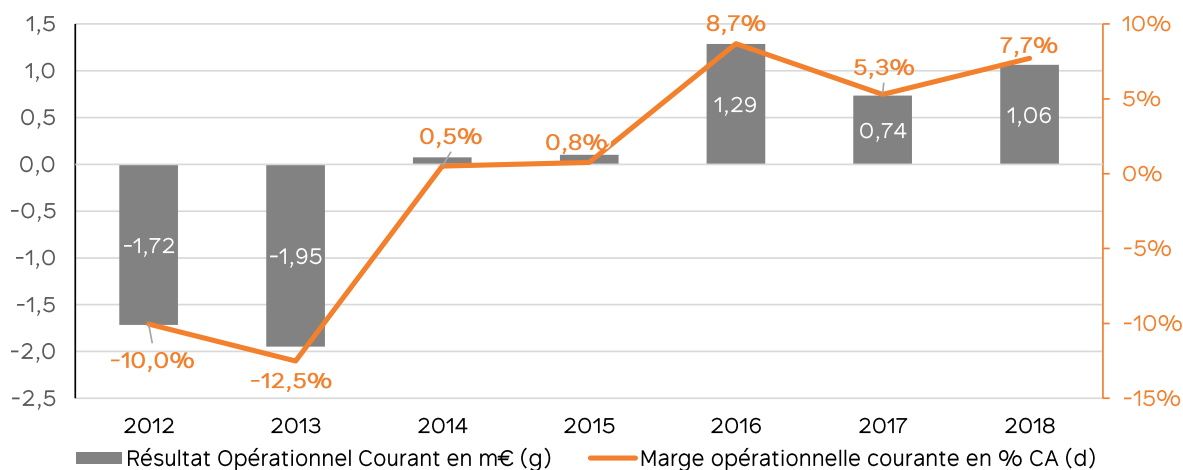
Evolution des effectifs et des charges de personnel de Coheris



Source : Coheris

Cela a permis au Résultat Opérationnel Courant de s'améliorer rapidement sur la période, passant d'une situation de lourdes pertes opérationnelles en 2012-13 (Résultat Opérationnel Courant de -1,72 million d'euros en 2012 et -1,95 million d'euros en 2013) à une situation d'équilibre en 2014-15, puis à une situation de rentabilité nettement positive sur 2016-18 (Résultat Opérationnel Courant de 1,29 million d'euros en 2016, 0,74 million d'euros en 2017 et 1,06 million d'euros en 2018). Il est à noter que la rentabilité a été « dopée » en 2016 par la vente de licences auprès d'un client pour 1 million d'euros. Retraité de cet élément, la trajectoire de redressement de la rentabilité est plus normative.

Evolution de la rentabilité de Coheris



Source : Coheris

Ce redressement de la rentabilité opérationnelle courante s'est retranscrit au niveau de l'ensemble des résultats, même si le plan de rationalisation s'est accompagné de coûts exceptionnels qui ont pesé sur le Résultat Net, essentiellement sur la période 2013-2016 (-1 million d'euros à -0,32 million d'euros selon les exercices). Au-delà de cet élément, il convient de noter :

- Le recours important à la capitalisation de la Recherche & Développement. Cela se traduit par une production immobilisée de 1,79 million d'euros en 2018 et un amortissement de cette production immobilisée pour un montant de 1,51 million d'euros. En dépit de la nette réduction des effectifs sur la

période sur les départements de l'entreprise autres que la R&D et ce, afin de conserver une dynamique d'innovation forte, la production immobilisée a relativement peu évolué sur la période 2013-2018, oscillant entre 1,42 million d'euros et 1,79 million d'euros.

- Une contribution significative du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) aux résultats opérationnels (0,74 million d'euros à 0,81 million d'euros selon les exercices), en lien avec le maintien de l'effort d'investissement R&D.
- La dépréciation des écarts d'acquisition à hauteur de 1 million d'euros effectuée en 2013 pour tenir compte de la révision à la baisse des perspectives de croissance de certaines activités.
- L'activation d'un crédit d'impôt de 0,68 million d'euros en 2012 au titre des pertes de l'exercice et par la suite une imposition très limitée compte tenu d'un résultat avant impôt (hors prise en compte du Crédit d'Impôt Recherche non fiscalisé) retraité négatif jusqu'en 2015, et très limité depuis.

Compte de résultats de Coheris

en millions d'euros, au 31/12	2012	% CA	2013	% CA	2014	% CA	2015	% CA	2016	% CA	2017	% CA	2018	% CA
Chiffre d'affaires	17,09		15,58		14,57		13,52		14,82		13,91		13,82	
variation 1 an			-8,8%		-6,5%		-7,2%		+9,6%		-6,1%		-0,7%	
Autres produits	2,90	17,0%	2,69	17,3%	2,72	18,7%	2,28	16,8%	2,20	14,8%	3,03	21,8%	2,49	18,0%
Achats & services extérieurs	-3,44	-20,1%	-3,37	-21,6%	-2,77	-19,0%	-2,46	-18,2%	-2,50	-16,9%	-2,92	-21,0%	-3,26	-23,6%
Charges de personnel	-14,93	-87,3%	-13,79	-88,5%	-11,93	-81,9%	-10,97	-81,1%	-11,17	-75,4%	-10,55	-75,8%	-10,05	-72,7%
Impôts et taxes	-0,48	-2,8%	-0,46	-2,9%	-0,42	-2,9%	-0,36	-2,6%	-0,22	-1,5%	-0,25	-1,8%	-0,21	-1,5%
Autres charges	-0,27	-1,6%	-0,09	-0,6%	-0,09	-0,6%	-0,03	-0,2%	-0,05	-0,3%	-0,86	-6,2%	-0,06	-0,4%
EBITDA	0,87	5,1%	0,56	3,6%	2,08	14,3%	1,98	14,6%	3,07	20,7%	2,36	17,0%	2,73	19,8%
variation 1 an			-35,6%		ns		-4,7%		+55,3%		-23,2%		+15,7%	
Amortissements et provisions	-2,59	-15,2%	-2,51	-16,1%	-2,00	-13,7%	-1,88	-13,9%	-1,79	-12,1%	-1,62	-11,7%	-1,67	-12,1%
Résultat Opérationnel Courant	-1,72	-10,0%	-1,95	-12,5%	0,07	0,5%	0,10	0,8%	1,29	8,7%	0,74	5,3%	1,06	7,7%
variation 1 an			ns		ns		+37,8%		ns		-42,8%		+44,6%	
Eléments exceptionnels	-0,40	-2,4%	-2,00	-12,9%	-0,63	-4,3%	-0,70	-5,2%	-0,32	-2,1%	-0,04	-0,3%	0,12	0,8%
Résultat Opérationnel	-2,12	-12,4%	-3,95	-25,4%	-0,55	-3,8%	-0,60	-4,5%	0,97	6,6%	0,69	5,0%	1,18	8,5%
Résultat financier	0,06	0,4%	0,02	0,1%	-0,03	-0,2%	-0,09	-0,7%	-0,10	-0,7%	-0,10	-0,7%	-0,10	-0,8%
Résultat avant impôt	-2,06	-12,0%	-3,94	-25,3%	-0,58	-4,0%	-0,69	-5,1%	0,87	5,9%	0,59	4,2%	1,08	7,8%
variation 1 an			ns		ns		ns		ns		-32,5%		+82,2%	
Impôts (m€ / % RAI)	0,79	-38,6%	0,05	-1,1%	-0,05	8,0%	0,03	-3,9%	-0,03	-3,1%	0,05	9,2%	-0,20	-18,9%
SME & activités abandonnées	-0,16	-0,9%	0,00	0,0%	-0,14	-1,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Minoritaires	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
RN pdg	-1,42	-8,3%	-3,89	-25,0%	-0,76	-5,2%	-0,66	-4,9%	0,85	5,7%	0,64	4,6%	0,87	6,3%
variation 1 an			ns		ns		ns		ns		-24,0%		+35,4%	

Source : Invest Securities, Coheris

Ces éléments mis en lumière, il convient de noter que la rentabilité opérationnelle de Coheris est très dépendante du Crédit d'Impôt Recherche et bénéficie également du recours important à la capitalisation de la R&D. Si l'on retire de ces 2 éléments, l'EBITDA de Coheris s'établit à 0,25 million d'euros au titre de 2018 (0,16 million d'euros au titre de 2017) et le Résultat Opérationnel Courant à 0,09 million d'euros (0,02 million d'euros en 2017).

3.1.5 BILAN ECONOMIQUE 2012-2018

L'actif économique de Coheris comprend les principaux points suivants :

- Des écarts d'acquisition (7,39 millions d'euros au 31/12/18) qui reflètent la stratégie d'acquisitions jusqu'en 2011. L'absence d'acquisition depuis 2011 explique que les écarts d'acquisitions sont inchangés, en dehors d'une dépréciation de 1m€ survenue en 2013 pour tenir compte de la révision à la baisse des perspectives de croissance de certaines activités.
- Des actifs incorporels (2,77 millions d'euros au 31/12/18) reflétant l'approche comptable de capitaliser l'essentiel de ses dépenses de recherche & développement
- Un besoin en fonds de roulement limité (0,47 million d'euros à fin 2018, soit 13 jours de chiffre d'affaires) qui bénéficie notamment du modèle économique des éditeurs de logiciels, avec d'importants produits constatés d'avance (3,65 millions d'euros au 31/12/18) reconnus au passif.

Le passif économique de Coheris comprend les principaux points suivants :

- Des capitaux propres part du groupe solides (14,2 millions d'euros au 31/12/18). Après une période de contraction entre 2012 (17,11 millions d'euros) et 2015 (11,65 millions d'euros) liée aux pertes réalisées, les capitaux propres se sont améliorés sans discontinuer depuis 2016.
- Une dette financière nette négative (-3,06 millions d'euros au 31/12/18) qui se décompose en une trésorerie brute de 3,80 millions d'euros et des dettes financières de 0,74 million d'euros.

- Des provisions (0,66 million d'euros au 31/12/18) se décomposant principalement en des provisions retraites (0,55 million d'euros au 31/12/18) et d'autres provisions (0,10 million d'euros au 31/12/18).

Bilan économique de Coheris

en millions d'euros	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ecart d'acquisition	8,39	7,39	7,39	7,39	7,39	7,39	7,39
Autres immobilisation incorporelles	3,36	3,04	2,83	2,64	2,46	2,44	2,77
Immobilisations corporelles	0,23	0,11	0,04	0,52	0,41	0,31	0,27
Autres actifs immobilisés	1,43	1,42	1,26	1,31	1,15	1,13	0,92
Total actif immobilisé	13,40	11,95	11,52	11,85	11,41	11,27	11,34
Besoin en fonds de roulement	0,33	0,12	-0,18	-0,92	-0,24	-0,37	0,47
Total actif économique	13,73	12,07	11,34	10,93	11,17	10,90	11,81
Capitaux propres part du groupe	17,11	13,11	12,35	11,65	12,59	13,62	14,21
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	1,24	1,74	0,90	0,59	0,84	0,73	0,66
Dette financière nette	-4,62	-2,78	-1,91	-1,32	-2,27	-3,45	-3,06
Total passif économique	13,73	12,07	11,34	10,93	11,17	10,90	11,81

Source : Invest Securities, Cohéris

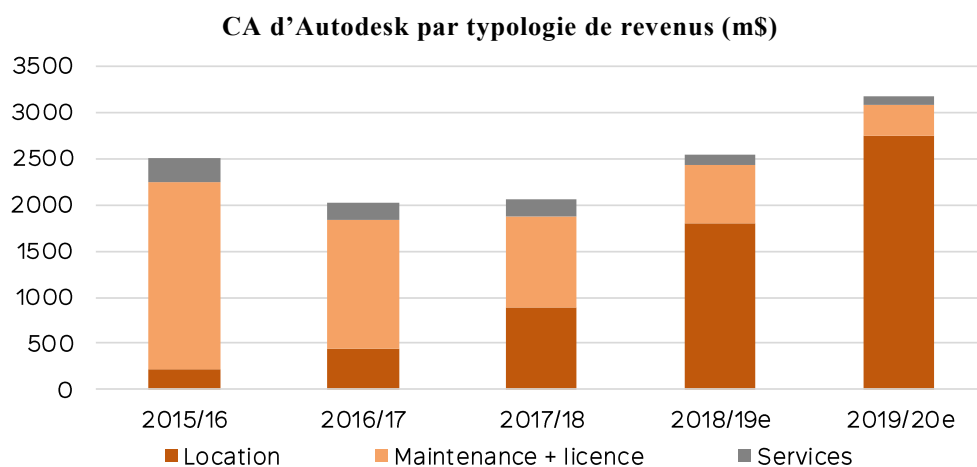
3.1.6 CONSTRUCTION D'ESTIMATIONS POUR LA PERIODE 2019-2021 ET 2022-2028

Le management de Coheris, de même que l'initiateur, ne nous ont pas communiqué de plan d'affaires pour les années à venir. Les estimations détaillées ci-dessous sont donc le fruit de nos discussions avec le management et des extrapolations réalisées sur la base des performances passées.

Concernant les objectifs 2020 présentés au marché le 22 mars 2017 (progression du CA en combinant développement organique et acquisitions, marge d'exploitation à 2 chiffres), le management a depuis actualisé ses projections pour tenir compte de l'adoption plus forte que prévu des solutions Cloud par ses clients. Il vise toujours une croissance de son chiffre d'affaires, mais l'objectif d'une marge d'exploitation à 2 chiffres n'est plus d'actualité. Concernant les acquisitions, rien n'a été annoncé depuis mars 2017 et le management nous a déclaré que le processus était suspendu suite au projet d'offre lancée par ChapsVision. La croissance devrait donc être essentiellement organique, mais au vu de l'incertitude liée à l'adoption de ses solutions Cloud (vs licence On Premise), le management n'est pas en mesure de s'engager sur un objectif de croissance de son CA.

Dans ce contexte, nous avons intégré les hypothèses suivantes dans la construction de nos prévisions pour la période 2019-2021 :

- Décroissance du chiffre d'affaires qui s'inscrit en ligne avec la dynamique des performances 2017 et 2018 et tient compte de l'adoption des solutions Cloud et du modèle location (vs acquisition de licences On premise). Le fait que le management n'ait pas communiqué la contribution des revenus de location/Cloud n'aide pas à se faire une idée de l'évolution de la migration du modèle économique. Il est en revanche clair que tous les éditeurs de logiciels ayant engagé une migration (voulue ou contrainte) de leur modèle économique de la vente de licences perpétuelles à la location ont connu une phase de contraction de leur chiffre d'affaires, avant que ce dernier ne retrouve une dynamique positive. Les acteurs les plus agressifs sur la migration de leur modèle économique, comme par exemple l'américain Autodesk qui a décidé d'arrêter la commercialisation des licences perpétuelles 3 ans après le lancement de ses solutions, ont connu une contraction marquée de leur chiffre d'affaires (-25% dans le cas d'Autodesk en l'espace de 2 ans), avant de retrouver une dynamique positive. Les éditeurs de logiciels engagés dans une phase de migration moins agressive ont à l'inverse connu une érosion plus faible de leur chiffre d'affaires, mais sur une période de temps beaucoup plus longue.



Au vu de la décision de Coheris de laisser le choix aux clients d'opter pour le modèle qui leur convienne, il nous semble que la trajectoire de croissance du groupe s'oriente davantage vers le second schéma, soit une décroissance limitée du chiffre d'affaires chaque année durant une longue période. Dans cette logique, nous intégrons dans nos estimations : (i) une progression de +30% par an du chiffre d'affaires Cloud, (ii) une décroissance de -25% à -30% par an des ventes de licences perpétuelles, (iii) une décroissance de -5% à -6% par an des revenus de maintenance et (iv) une progression de +2% par an des prestations de services. Au niveau groupe, cela fait ressortir un repli de -3,4% du chiffre d'affaires en 2019, -2,6% en 2020 et -1,5% en 2021.

Estimations de chiffre d'affaires pour Coheris sur 2018-21e

en m€, au 31/12	2018		2019e		2020e		2021e	
CA Licences*	2,48	18%	2,16	16%	1,99	15%	2,00	16%
var	-19,9%		-12,9%		-7,7%		+0,2%	
CA Maintenance	5,59	40%	5,33	40%	5,03	39%	4,72	37%
var	-3,5%		-4,6%		-5,6%		-6,3%	
CA Prestations services	5,75	42%	5,86	44%	5,98	46%	6,10	48%
var	+14,3%		+2,0%		+2,0%		+2,0%	
CA Total	13,82		13,35		13,01		12,81	
var	-0,7%		-3,4%		-2,6%		-1,5%	

* dont CA Cloud

Source : estimations IS

- Stabilité des effectifs sur le niveau atteint en 2018 et inflation des salaires de +0,8% par an, le management ayant expliqué avoir atteint sa structure de coûts cible.
- Stabilité des dépenses de R&D capitalisée et du Crédit d'Impôt Recherche.
- Augmentation du poste Achats & Services Extérieurs de +2% par an. Ce poste, incluant la sous-traitance réalisée auprès d'ESN pour déployer ses solutions, devrait ainsi suivre la progression du chiffre d'affaires Prestations de Services, le management de Coheris ayant fait part de son intention d'avoir recours à la sous-traitance pour se concentrer sur son métier d'éditeur de logiciels.
- Augmentation des charges d'amortissement sur la production immobilisée pour tendre progressivement vers les niveaux de production immobilisée (ie 1,8 million d'euros par an).
- Sur la base des hypothèses détaillées ci-dessus, la marge opérationnelle courante devrait décliner dans les années futures pour atteindre 3,7% du chiffre d'affaires en 2019e (vs 7,7% en 2018), puis -0,3% en 2020e et -3,4% en 2021e.
- Dégradation progressive du Besoin en Fonds de Roulement pour tenir compte de l'évolution du modèle économique qui implique une réduction des produits constatés d'avance reconnu avec les revenus de maintenance.

Au-delà de la période 2019-2021, nous avons également construit les hypothèses suivantes sur 2022-2028 pour tenir compte de la migration du modèle économique vers la location :

- Après la phase de contraction entre 2018 et 2021, nous intégrons une stabilisation du chiffre d'affaires en 2022, puis une accélération progressive de la croissance à partir de 2023. Ce scénario repose sur (i) un ralentissement progressif de la croissance du chiffre d'affaires Cloud (de +30% par an en 2021 à +25% en 2028), (ii) décélération progressive du recul des ventes de licences perpétuelles par rapport aux niveaux observés entre 2019 et 2021 (de -25% en 2022 à -2% en 2028 vs -30% par an sur 2019-21), considérant que certains clients, notamment les historiques, devraient maintenir ce modèle économique en cas d'acquisition de licences supplémentaires, (iii) une décroissance de -6% à -7% par an du chiffre d'affaires maintenance en tenant compte de la stabilisation du taux de désabonnement (churn) par rapport au niveau calculé en 2018 (8%) et du maintien d'un niveau minimum de ventes de licences perpétuelles et (iv) une progression de +2% par an des Prestations de Services
- Du fait de ce profil de croissance limité, nous n'intégrons pas de progression significative des coûts, la structure actuelle devant suffire à répondre à la conquête commerciale intégrée dans nos perspectives de chiffre d'affaires.
- Dans ce scénario, Coheris devrait afficher une rentabilité opérationnelle courante négative jusqu'en 2024, avant de bénéficier d'un important effet de levier sur 2025-2028 pour dégager 16% de marge à cet horizon.

3.1.7 ELEMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES CAPITAUX PROPRES

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2018.

- La Dette Nette ajustée de -3,40 millions d'euros intègre :
- Une Dette Financière Nette de -3,06 millions d'euros au 31/12/18, comprenant 0,74 million d'euros de dettes bancaires auxquelles est déduite une trésorerie de 3,80 millions d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 0,40 million d'euros.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 0,10 million d'euros.
- Les reports déficitaires pour leur valeur reconnue en impôts différés actifs (0,56 million d'euros) qui correspondent uniquement à ceux constatés au titre de l'exercice 2012. En plus de son déficit reportable activé, Coheris dispose d'un déficit reportable non activé et non reconnu en comptabilité de 6,49 millions d'euros, consécutif notamment aux pertes réalisées entre 2013 et 2015. Au regard de la faible rentabilité attendue au cours des prochains exercices si l'on exclut le Crédit d'Impôt Recherche (CIR) fiscalement déduit, ces montants n'ont pas été intégrés.

Dette Nette fin 2018 (m€)	-3,06
Provisions retraites après impôts fin 2018 (m€)	0,40
Provisions pour garanties, litiges, restructurations et autres	0,10
Intérêts minoritaires	0,00
Immobilisations financières	-0,28
Reports déficitaires	-0,56
Dette Nette ajustée (m€)	-3,40

Source : Coheris, Invest Securities

3.1.8 NOMBRE D'ACTIONS RETENU

Le nombre d'actions Coheris retenu est de 5 370 882, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 5 685 575 tel que communiqué par la société au 31/12/2018, diminué des actions auto-détenues en dehors des actions affectées au contrat de liquidité (468 500) et augmenté des 38 803 actions gratuites définitivement attribuées à Nathalie Rouvet Lazare et aux principaux dirigeants de la société et des 115 004 actions gratuites attribuées en 2019 et en cours d'acquisition par le management.

	Selon IS Au 31/12/18
Nombre d'actions existantes	5 685 575
- actions auto-detenues	-468 500
+ actions gratuites	153 807
Nombre d'actions retenu	5 370 882

Source : Coheris, Invest Securities

3.2 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix de l'Offre

3.2.1 APPROCHE PAR ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLES

La méthode DCF (discounted cash flows) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour construire nos estimations de flux de trésorerie, nous intégrons les estimations 2019-2028 détaillées en partie 3.1.6.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de 0,32%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 21 mai 2019 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 6,48%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 21 mai 2019 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 0%, sachant que Coheris affiche une Dette Nette Ajustée de -3,40 millions d'euros.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 10,47%.

Détail du taux d'actualisation	
Taux sans risque (moyenne 3 mois au 21/05/19)	0,32%
Prime de risque (moyenne 3 mois au 21/05/19)	6,48%
Prime de taille	3,67%
Coût du capital	10,47%
Levier financier	0,00%
Coût moyen pondéré du capital	10,47%

Source : estimations Invest Securities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de Coheris ressort à 6,63 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 10,03 millions d'euros ou 1,87 euro par action. La valeur terminale représente 113% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action de Coheris s'établit dans une fourchette de 1,70 euro à 2,08 euros.

		WACC						
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
croissance à l'infini	+1,00%	2,28	2,10	1,94	1,80	1,67	1,56	1,47
	+1,25%	2,35	2,15	1,98	1,84	1,71	1,59	1,49
	+1,50%	2,41	2,21	2,03	1,88	1,74	1,62	1,52
	+1,75%	2,49	2,27	2,08	1,92	1,78	1,66	1,55
	+2,00%	2,56	2,33	2,14	1,97	1,82	1,69	1,58

Source : estimations Invest Securities

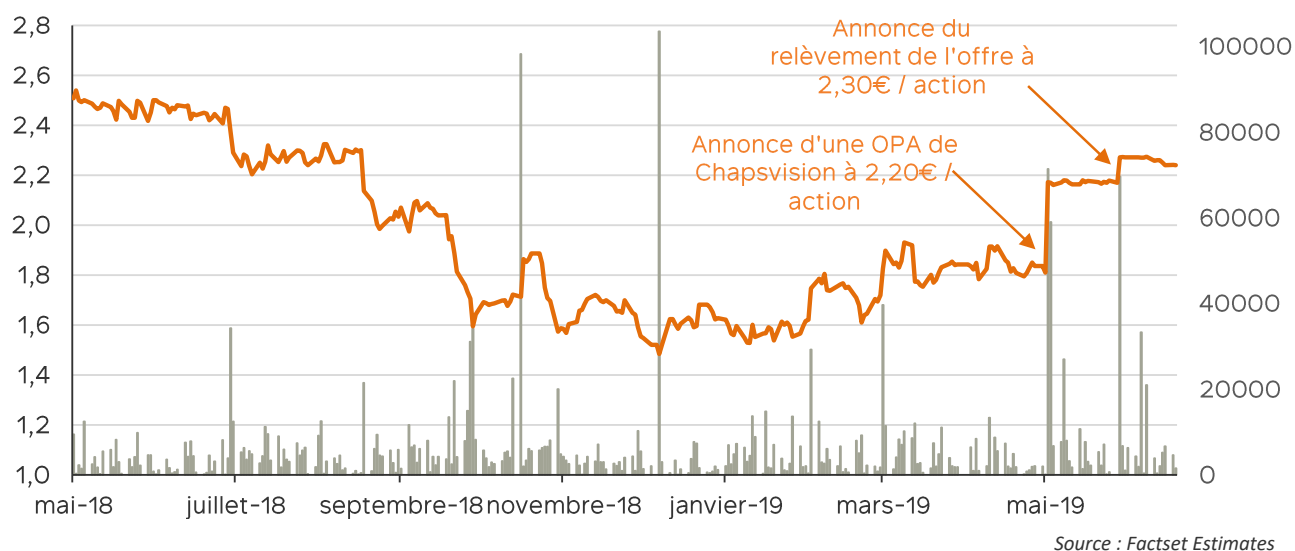
Au-delà des sensibilités usuelles à la croissance à l'infini et au taux d'actualisation, il convient également de souligner le poids du CIR. En excluant cet élément, la valorisation par DCF s'établirait en scénario central à 0,54 euro, contre 1,88 euro dans le scénario central présenté ci-dessus.

3.2.2 APPROCHE PAR LES COURS BOURSIERS

Les actions Coheris sont admises aux négociations sur le Nouveau Marché depuis le 30 juin 1999 et sur Eurolist C depuis 2005. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an à compter de la date d'annonce de l'offre, soit à partir du 21 mai 2018. Nous faisons également figurer le cours du 14 juin 2019, dernière séance de cotation avant l'annonce du relèvement du prix du projet d'offre publique d'achat de 2,20 euros à 2,27 euros et du renoncement à la demande de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

Au cours des 12 derniers mois précédents, les volumes se sont élevés à 1 474 451 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 10,68 milliers d'euros. La liquidité du titre Coheris est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 53% sur 1 an.

Historique de cours de Coheris sur 1 an



Lors de la dernière séance de bourse avant l'annonce de l'accord entre ChapsVision et DevFactory et du projet d'OPA (21 mai 2019), l'action Coheris a clôturé à 1,81 euro. Lors de la dernière séance de bourse avant l'annonce du relèvement de 2,17 euros à 2,27 euros du prix du projet d'OPA (14 juin 2019), l'action Coheris a clôturé à 2,17 euros.

Le cours moyen pondéré s'établit à 1,81 euro sur 3 mois, 1,68 euro sur 6 mois et 1,88 euro sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 25 mai 2018 à 2,54 euros et son plus bas le 27 décembre 2018 à 1,48 euro.

	Cours	Volume moyen journalier	Prime/décote
Cours clôture au 14 juin 2019	2,17	624	6%
Cours clôture au 21 mai 2019	1,81	1	27%
Moyenne pondérée 3 mois (21/02/19 au 21/05/19)	1,81	4 868	27%
Moyenne pondérée 6 mois (21/11/18 au 21/05/19)	1,68	4 984	37%
Moyenne pondérée 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	1,88	5 628	22%
Plus bas 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	1,48		56%
Plus haut 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	2,54		-9%

Source : Factset Estimates

3.2.3 APPROCHE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de Coheris les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Sur le marché des logiciels CRM et Analytics / IA & Gouvernance des données, Coheris est en concurrence face à des acteurs cotés comme SAP, Oracle, Salesforce, Microsoft... La taille de ces acteurs, le portefeuille de solutions, la couverture géographique et surtout les profils de croissance et de rentabilité sont toutefois sans commune mesure avec Coheris. Les métriques de valorisation de ces acteurs ne peuvent être des indicateurs pertinents censés refléter la valorisation de Coheris. Pour l'approche par les comparables boursiers, nous avons donc retenu des éditeurs de logiciels français dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 millions d'euros.

L'échantillon de sociétés comparables est composé de 7 sociétés :

- CAST, société française cotée à Paris, est un éditeur de logiciels spécialisé sur le segment de la Software Intelligence. Ces solutions analysent, à la manière d'un scanner, les systèmes d'information des entreprises. Cette plateforme permet d'élaborer les architectures des systèmes d'informations et de détecter les risques de défaillances des logiciels.
- Itesoft est spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels de dématérialisation et d'automatisation des processus métier des entreprises. La société accompagne la transformation digitale de ses clients grâce à sa plateforme SCPA (Secure Capture and Process Automation). Cette plateforme se fonde sur 3 piliers : la capture omnicanal, l'automatisation des processus et la détection de fraudes.
- Linedata est un éditeur de logiciels financiers. Elle fournit des logiciels de gestion d'actifs, des logiciels de gestion de l'épargne retraite, de l'épargne entreprise et de l'actionnariat salarié, ainsi que des logiciels de gestion des crédits.
- Dalet offre des logiciels et des services de production, de gestion et de distribution des contenus médias. Elle s'adresse aux diffuseurs et professionnels des médias afin d'optimiser la création, la gestion et la distribution de leur contenu sur les plateformes de consommation.
- Cegedim propose des logiciels aux professionnels de la santé. Ses activités s'articulent autour de 4 pôles : les logiciels médecins, les logiciels pharmaciens, les logiciels paramédicaux et la gestion des bases de données médicamenteuses.
- Generix offre des logiciels pour optimiser la chaîne d'approvisionnement. Ses solutions permettent une gestion et une dématérialisation des flux d'informations, ainsi qu'une amélioration des connexions avec les partenaires.
- Axway est un éditeur de logiciels spécialisé sur le marché des systèmes d'échange pour les réseaux d'interactions professionnels ou Business Interactions Networks (BIN). Ses solutions aident les entreprises à gérer, sécuriser et superviser tous leurs flux - internes ou au sein de son écosystème - qu'il s'agisse de courrier électronique, de fichiers, de messages ou de processus.

Nous avons dû exclure de notre échantillon Wedia, en raison de l'absence de suivi dans les bases de données Factset Estimates, Bloomberg et Capital IQ, ainsi qu'Esker et Easyvista, dont la migration Cloud est déjà réalisée (respectivement 75% et 61% du chiffre d'affaires réalisé en SaaS) et qui affiche une dynamique de croissance organique (+16% et +30% en 2018 au niveau groupe) sans commune mesure avec celle de Coheris.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, valeur d'entreprise, croissance du chiffre d'affaires, et marge d'EBIT) sont détaillés ci-dessous :

	CA		EBIT		TMVA CA	Marge EBIT	
	2018	2021e	2018	2021e	2018-20e	2018	2021e
Axway	283,8	284,0	25,1	27,6	+0%	8,9%	9,7%
CAST	37,6	50,3	-4,7	0,1	+16%	ns	0,3%
Cegedim	467,7	507,3	33,1	39,5	+4%	7,1%	7,8%
Dalet	55,6	58,1	2,7	3,5	+2%	4,9%	6,0%
Itesoft	24,0	24,7	1,9	2,4	+1%	8,1%	9,7%
Generix	76,6	90,6	5,0	10,3	+9%	6,5%	11,4%
Linedata	173,2	174,9	29,8	29,5	+0%	17,2%	16,9%
Moyenne					+5%	8,8%	8,8%
Médiane					+3%	7,6%	9,7%

Source : Factset Estimates

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base des cours au 21 mai 2019. Les estimations de résultats 2019 et 2020 sont issues du consensus Factset Estimates. Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

	Cours (€)	Capitalisation (m€)	PE		VE/CA		VE/EBIT	
			2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Axway	12,4	257,9	19,4x	14,2x	0,94x	0,89x	13,3x	9,1x
CAST	3,0	52,4	nd	nd	1,03x	0,88x	nd	nd
Cegedim	25,8	361,1	17,7x	15,0x	0,95x	0,89x	13,2x	11,4x
Dalet	11,8	42,4	18,4x	16,4x	0,67x	0,60x	13,1x	10,0x
Itesoft	3,0	18,6	9,5x	8,4x	0,76x	0,67x	8,7x	6,9x
Generix	5,0	110,0	26,1x	18,4x	1,29x	1,14x	13,9x	10,0x
Linedata	28,6	204,0	10,2x	9,7x	1,58x	1,47x	9,4x	8,7x
Moyenne			16,9x	13,7x	1,03x	0,93x	11,9x	9,4x
Médiane		110,0	18,1x	14,6x	0,95x	0,89x	13,1x	9,6x

Source : Factset Estimates

Dans le cadre de la présente évaluation, il n'est possible de retenir uniquement les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires et à l'EBIT 2019, dans la mesure où Coheris devrait afficher une rentabilité négative en 2020 d'après nos estimations. Appliqués aux estimations de chiffre d'affaires de Coheris, les VE/CA 2019 et 2020 font ressortir une valeur de respectivement 3,00 euros et 2,78 euros par action. Appliqué à notre estimation d'EBIT de Coheris, la VE/EBIT 2019 fait ressortir une valeur de respectivement 1,85 euros.

Compte tenu de la différence de taille entre Coheris et les valeurs de notre échantillon de comparables, il est appliqué une décote basée sur l'Abaque d'Eric-Eugène Grena. En s'appuyant sur la table ci-dessous et compte tenu d'un rapport des capitalisations de 9% (10 millions d'euros pour Coheris vs médiane à 110 millions d'euros pour l'échantillon de comparables), il est appliqué une décote de 20,4% sur la valorisation de Coheris.

Rapport des capitalisations	Décote
<2%	40%
2%	34%
5%	26%
10%	20%
20%	14%
30%	10%
40%	7%
50%	5%
60%	4%
80%	2%

source : Invest Securities

La valorisation par comparables de Coheris s'établit donc entre 1,48 euro et 2,39 euros.

3.2.4 APPROCHE PAR LES TRANSACTIONS RECENTES SUR LE CAPITAL

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

Au cours du deuxième semestre 2018, Coheris a procédé à des rachats de ses propres actions, consacrant 381k€ pour l'acquisition de 214 613 actions à un prix moyen de 1,78 euro.

Le 28 mai 2019, ChapsVision a acquis auprès de DevFactory 17,98% du capital à un prix de 2,20 euros par action, dividende attaché.

3.2.5 SYNTHÈSE DE L'APPRECIATION DE L'OFFRE SUR LES ACTIONS COHERIS

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites par rapport au prix de l'offre avant détachement du dividende (2,30 euros).

Méthodes d'évaluation retenues	Valorisation de l'action	Prime / décote
Actualisation des flux de trésorerie		
Scénario central	1,87	+23%
Cours de bourse		
Cours clôture au 14 juin 2019	2,17	+6%
Cours clôture au 21 mai 2019	1,81	+27%
Moyenne pondérée 3 mois (21/02/19 au 21/05/19)	1,81	+27%
Moyenne pondérée 6 mois (21/11/18 au 21/05/19)	1,68	+37%
Moyenne pondérée 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	1,88	+22%
Plus bas 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	1,48	+56%
Plus haut 12 mois (21/05/18 au 21/05/19)	2,54	-9%
Comparables		
Moyenne EV/CA 2019-20 et EV/EBIT 2019 après décote de taille	2,03	+14%
Transactions récentes sur le capital		
Rachats d'actions opérés par la société au S2 2018	1,78	+29%
Acquisition des 18% du capital détenu par DevFactory	2,20	+5%

Source : Invest Securities, Factset Estimates

3.3 Méthodes écartées

3.3.1 COURS CIBLES DES ANALYSTES

Coheris ne fait l'objet d'un suivi que de la part d'un seul bureau d'analyse (Gilbert Dupont) selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates. L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des objectifs de cours de Gilbert Dupont depuis 1 an. Depuis le 13 juin 2018, l'objectif de cours de Gilbert Dupont est compris entre 2,20 euros et 4,30 euros. Alors que l'objectif de cours était révisé régulièrement à la baisse dans le sillage de publications inférieures aux attentes de l'analyste, le bureau d'analyse a estimé dans sa note du 22 mai 2019 que l'offre à venir de ChapsVision présentait une opportunité de sortie court terme et conseillé d'apporter à l'offre dès son ouverture. Gilbert Dupont précise que sa valorisation précédente de 4 euros était basée sur des hypothèses de retour à la croissance du chiffre d'affaires après deux ans de décroissance qui n'est pas assuré à ce stade.

Date de publication	Bureau d'analyse	Recommandation	Objectif cours
13/06/2018	Gilbert Dupont	Acheter	4,3
25/07/2018	Gilbert Dupont	Acheter	4,1
25/09/2018	Gilbert Dupont	Acheter	4,0
30/01/2019	Gilbert Dupont	Acheter	3,9
26/03/2019	Gilbert Dupont	Acheter	4,0
22/05/2019	Gilbert Dupont	Acheter	2,2

Source : Factset Estimates

3.3.2 ACTUALISATION DES DIVIDENDES

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné qu'elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution.

Dans le cas de Coheris, la politique de dividende ne peut pas être qualifiée de régulière, puisque si le conseil d'administration a proposé un dividende de 0,03 euro au titre de l'exercice 2018, la société n'avait pas versé de dividende entre 2012 et 2017.

3.3.3 ACTIF NET COMPTABLE

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de Coheris sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) de Coheris ressort à 2,64 euros par action à fin 2018, sur la base d'une valeur des capitaux propres part du groupe de 14,21 millions à fin 2018 et d'un nombre d'actions retenu de 5 389 936.

3.3.4 MULTIPLES DE TRANSACTIONS COMPARABLES

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de Coheris les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de Coheris qui est un acteur essentiellement présent en France (80% de son chiffre d'affaires), les transactions les plus comparables sont les suivantes :

- Le rachat de Solo, éditeur du logiciel CRM Aquarelle, par Visiativ en octobre 2016 pour une VE estimée à 6,3 millions d'euros, soit 1,8x le chiffre d'affaires.
- Le rachat d'Eudonet, éditeur et intégrateur du CRM à destination des entreprises et du secteur public, par Quilvest Private Equity, associé à Antoine Henry, en mars 2017 pour un montant non détaillé. Eudonet a réalisé en 2016 un CA de 12,5 millions d'euros, en croissance à deux chiffres selon la société.
- L'acquisition d'E-Deal qui se revendique comme le leader en France des logiciels CRM par le belge Efficacy en avril 2018. L'acquéreur a précisé le montant dépensé (16m€) mais pas le chiffre d'affaires ou les résultats d'E-Deal. L'acquéreur a seulement précisé le chiffre combiné des 2 entités (20 millions d'euros) et l'objectif visé pour 2018 (25 millions d'euros), ce qui laisse supposer une croissance organique particulièrement soutenue (+25%).

Au vu des informations limitées à disposition, il n'est pas possible d'en tirer des enseignements pour valoriser Coheris, d'autant que les 3 transactions ont concerné des actifs dont la dynamique de croissance du chiffre d'affaires est bien supérieure à celle de Coheris.

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

4.1 Pour l'Initiateur

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

ChapsVision
représentée par ChapsHolding
elle-même représentée par M. Olivier DELLENBACH

4.2 Etablissement Présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, Etablissement Présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities