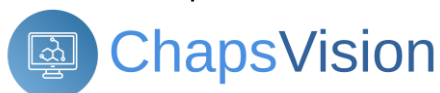


OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Visant les actions de la société



Initiée par la société



Présentée par



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR COHERIS



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») a apposé le visa n°19-419 en date du 3 septembre 2019 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Coheris et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de Coheris (www.coheris.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

Coheris

4, rue du Port aux Vins
92150 Suresnes

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 Coheris seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après). Un communiqué sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
2.1	<i>Acquisition du Bloc et acquisitions postérieures</i>	5
2.2	<i>Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention</i>	6
2.3	<i>Rehaussement du prix de l'Offre.....</i>	7
2.4	<i>Répartition du capital des droits de vote de la Société</i>	7
2.4.1	<i>Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Coheris avant l'Acquisition du Bloc</i>	7
2.4.2	<i>Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Coheris à la suite de l'Acquisition du Bloc</i>	8
2.4.3	<i>Actions Gratuites</i>	9
2.5	<i>Changement de gouvernance</i>	10
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	10
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	14
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	14
7.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE.....	14
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
8.1	<i>Structure et répartition du capital social de la Société</i>	15
8.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce</i>	15
8.3	<i>Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce</i>	15
8.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	15
8.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel</i>	15
8.6	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de votes.....</i>	15
8.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....</i>	15
8.8	<i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres</i>	16
8.9	<i>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....</i>	16
8.10	<i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i>	17
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	17
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	18

1. PRESENTATION 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** »), a déposé le 18 juillet 2019 un projet d'offre publique d'achat aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable 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 sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») 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.

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 (le « **Cédant** »), soit 1.022.119 actions représentant 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 de la présente note en réponse, à la suite de l'Acquisition du Bloc et de diverses acquisitions d'actions Coheris sur le marché (se référer à la section 2.1 ci-après), l'Initiateur détient 1.236.076 actions de la Société représentant 21,74% du capital social et 20,79% des droits de vote théoriques de la Société³.

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 les rendant incessibles pendant cette période (lesdites actions gratuites étant en outre inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte de Coheris), (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

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 vote.

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 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 et 27 mars 2020 et (ii) des 10.171 actions auto-détenues par la Société affectées au Contrat de Liquidité.

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, un nombre total de 4.285.521 actions représentant 75,38% du capital social et 76,45% des droits de vote théoriques de la Société⁵, à un prix de 2,27 euros par action.

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 ouverte pendant une période 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 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.

L'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de ChapsVision, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 18 juillet 2019, sur la base d'un prix de 2,27 euros par action.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité 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 présente note en réponse.

En application des dispositions de l'article 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 24 mai 2019, le cabinet BM&A Advisory & Support situé 11 Rue de Laborde – 75008 Paris, en qualité d'expert financier indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Acquisition du Bloc et acquisitions postérieures

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 « **Cédant** »), soit 1.022.119 Actions, représentant 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 prévoyait pas de complément de prix au bénéfice du Cédant. La réalisation de cette opération n'était par ailleurs soumise à aucune condition suspensive.

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 vote.

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.

Cette cession 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 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 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'Offre. 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.

A la suite du dépôt du projet de note d'information par l'Initiateur en date du 18 juillet 2019, l'Initiateur a acquis entre le 26 juillet 2019 et le 30 août 2019 un nombre total de 213.957 actions de la Société représentant environ 3,76% du capital social et 3,60% des droits de vote théoriques de la Société⁷, au prix de 2,27 euros par actions, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF⁸.

ChapsVision détient ainsi, à la date de la présente note en réponse, 1.236.076 actions et droits de vote de la Société, représentant environ 21,74% du capital social et 20,79% des droits de vote théoriques de la Société⁹.

2.2 Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention

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 Société¹⁰. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 28 mai 2019 sous le numéro 219C0876.

⁷ 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.

⁸ Voir les déclarations n° 219C1295, n° 219C1300, n° 219C1310, n° 219C1317, n° 219C1336, n° 219C1350, n° 219C1367, n° 219C1378, n° 219C1390, n° 219C1394, n° 219C1401, n° 219C1407, n° 219C1413, n° 219C1423, n° 219C1433, n° 219C1443, n° 219C1450, n° 219C1459, n° 219C1467, n° 219C1476, n° 219C1483, n° 219C1495 et n° 219C1507 publiées sur le site internet de l'AMF les 30 et 31 juillet ainsi que les 1 août, 2 août, 5 août, 6 août, 7 août, 8 août, 9 août, 12 août, 13 août, 14 août, 19 août, 20 août, 21 août, 22 août, 23 août, 26 août, 27 août, 28 août, 29 août, 30 août et 2 septembre 2019 en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

⁹ 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.

¹⁰ 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.

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.

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 du 1^{er} août 2019, qu'il avait franchi à la hausse le 1^{er} août 2019 le seuil de 20% du capital de la Société et qu'il détenait directement 1 143 743 Actions représentant environ 20,12% du capital et 19,24% des droits de vote théoriques de la Société¹¹. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 2 août 2019 sous le numéro n° 219C1318. En outre, l'Initiateur a déclaré à la Société et à l'AMF, par courriers en date du 8 août 2019, qu'il avait franchi à la hausse le 5 août 2019 le seuil de 20% des droits de vote de la Société et qu'il détenait directement 1 191 272 Actions représentant environ 20,95% du capital et 20,04% des droits de vote théoriques de la Société¹². Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 8 août 2019 sous le numéro n° 219C1379.

2.3 Rehaussement du prix de l'Offre

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.

2.4 Répartition du capital des droits de vote de la Société

2.4.1 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Coheris avant l'Acquisition du Bloc

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital social de Coheris s'élevait à 2.274.230 euros divisé en 5.685.575 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente le capital et les droits de vote 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%

¹¹ 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.

¹² 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.

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.

2.4.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Coheris à la suite de l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société après la réalisation de l'Acquisition du Bloc :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Public	3 348 503	58,9%	3 553 551	59,8%
ChapsVision	1 022 119	18%	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.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date de la présente note en réponse. A la suite du dépôt du Projet de Note d'Information par l'Initiateur en date du 18 juillet 2019, l'Initiateur a acquis entre le 26 juillet 2019 et le 30 août 2019 un nombre total de 213.957 actions de la Société représentant environ 3,76% du capital social et 3,60% des droits de vote théoriques de la Société, au prix de 2,27 euros par action, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% de droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Public	3 134 546	55,1%	3 339 594	56,2%
ChapsVision	1 236 076	21,7%	1 236 076	20,8%
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

2.4.3 Actions Gratuites

A la date de la présente note en réponse, les Actions Gratuites se décomposent de la manière suivante :

- un maximum de 115.004 actions en période d'acquisition et donc non encore définitivement remises à leurs titulaires¹³ (correspondant au Plan AGA 2019) (les « **Actions Gratuites 2019** ») ; et
- 38.803 actions définitivement acquises et donc émises, mais incessibles dès lors qu'elles sont en période de conservation conformément au Plan AGA 2018 (lesdites actions gratuites étant inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte) (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 ré-ouverte en cas d'atteinte du Seuil de Caducité (l' « **Offre Ré-ouverte** »), 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 Ré-ouverte, 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).

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

¹³ 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.

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

2.5 Changement de gouvernance

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

En conséquence, à la date des présentes, le Conseil d'administration de la Société est 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).

L'Initiateur a annoncé qu'il n'envisageait 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 afin pour l'Initiateur d'obtenir la majorité des membres à l'issue de l'Offre.

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

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Aux termes d'engagements d'apport signés en date du 21 mai 2019 tels que modifiés le 12 juillet 2019 (les « **Engagements** »), Madame 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 (i) 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 et (ii) sont révocables en cas d'offre concurrente déclarée conforme par l'Autorité des marchés financiers.

Outre les Engagements visés ci-dessus, 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 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.

Mme Nathalie Rouvet-Lazare s'est engagée à investir un montant d'environ 196 000 euros et les Managers Clé se sont engagés à investir chacun un montant compris entre 20 000 euros et 40 000 euros. Les investissements de Mme Nathalie Rouvet-Lazare et des Managers Clé seront réalisés sous forme d'actions ordinaires (à hauteur de 76,37%) et d'actions de préférence (à hauteur de 23,63%).

ChapsHolding, société holding détenue à 100% par Monsieur Olivier Dellenbach et son épouse, s'est engagée à investir un montant maximal d'environ 148 000 euros sous forme d'actions de préférence, montant qui sera déterminé une fois que le montant définitif du réinvestissement des Managers Clé sera fixé. Le montant investi par ChapsHolding sous la forme d'actions ordinaires sera fixé post réalisation de l'Offre. En tout état de cause, l'Initiateur restera contrôlé par ChapsHolding, et Mme Nathalie Rouvet-Lazare comme les Managers Clé resteront minoritaires.

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 ont d'ores et déjà fixé, moyennant un accord en date du 12 juillet 2019, les principaux termes et conditions ayant vocation à régir leurs relations au sein de l'Initiateur et se sont ainsi 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.

Conformément à l'accord susvisé, 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 1er mai 2024 et le 1er 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.

Il est précisé que le Pacte ne comportera pas de clause de prix de cession garanti au bénéfice de l'une quelconque des parties au Pacte. Il est également précisé que le prix par action, égal à la Valeur de Marché calculée sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2018, est inférieur au Prix d'Offre.

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.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de Coheris se sont réunis le 17 juillet 2019, sous la présidence de Madame Nathalie Rouvet-Lazare, Président du Conseil d'administration de Coheris, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration de Coheris étaient présents physiquement ou par téléphone lors de cette séance, à savoir Mesdames Nathalie Rouvet-Lazare, Catherine Blanchet et Corinne Fernandez, et Messieurs Philippe Legorjus, Jacques Behr et Olivier Dellenbach.

Parmi lesdits membres présents du Conseil d'administration, Madame Nathalie Rouvet-Lazare et Monsieur Olivier Dellenbach étant en situation potentielle de conflit d'intérêts, ils n'ont pas pris part au vote.

La décision du Conseil d'administration concernant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que lors de sa séance du 21 mai 2019 le Conseil a pris acte du projet de rapprochement entre la société ChapsVision (l'« **Initiateur** ») et la Société dans le cadre duquel la société ChapsVision a annoncé (i) la conclusion d'un accord relatif à l'acquisition de l'intégralité des 1.022.119 actions de la Société détenues par Devfactory, cette acquisition étant intervenue le 28 mai 2019, et (ii) un projet d'offre publique d'achat volontaire suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, qui serait initiée par ChapsVision sur les actions de la Société, pour un prix par action de 2,20 euros (dividende attaché) (l'« **Offre** »). Par ailleurs, dans sa séance du 17 juin 2019, le Conseil d'Administration a pris acte du rehaussement du prix de l'Offre à 2,30 euros par action (dividende attaché) de la Société et du fait que ChapsVision a finalement décidé de ne pas demander le retrait obligatoire des actions de la Société.*

Le Président présente ensuite au Conseil d'Administration les différents documents remis à chacun de ses membres préalablement à cette réunion, à savoir :

- le projet de note d'information établi par ChapsVision qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de ChapsVision et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Invest Securities, conseil financier et établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport établi par le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions de la Société dans le cadre de l'Offre ;
- l'avis rendu par le Comité Social et Economique (CSE) de la Société en date du 14 juin 2019 ;
- le projet de note d'information en réponse préparé par la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ;
- le projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptable de la Société ; et
- le projet de communiqué de presse relatif à l'avis motivé du Conseil.

Le Président invite ensuite l'expert indépendant, représenté par Monsieur Pierre Béal, à présenter plus en détails les conclusions de son rapport au Conseil d'Administration et à échanger avec les Administrateurs.

Sur la base de ces informations et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil d'Administration d'examiner le projet d'Offre et de rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les salariés, la Société et ses actionnaires.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de ChapsVision, (iii) des éléments de valorisation et analyse des accords connexes indiqués dans le rapport de l'expert indépendant et dans le rapport de valorisation préparé par Invest Securities et (iv) de l'avis du CSE,

prend acte que :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet de rapprochement initié entre ChapsVision et la Société ;
- qu'en matière de stratégie et de politique industrielle et commerciale de la Société, l'Initiateur a l'intention de faire évoluer le modèle de la Société vers une stratégie de croissance duale : le premier axe de développement porterait sur un positionnement des produits de la Société sur des marchés de niche en complément de ses marchés actuels et le second axe sur un développement des activités de la Société au-delà de ses frontières actuelles ;
- qu'en matière d'emploi, l'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 ;
- l'Initiateur détenant moins de 30% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère volontaire ;
- l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% ;
- le CSE de la Société a rendu le 14 juin 2019 un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- le rapport de l'expert indépendant conclut au caractère équitable des termes de l'Offre ;
- l'Initiateur de l'Offre n'a pas l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions de la Société ni de demander la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris.

considère que l'Offre est réalisée dans l'intérêt :

- des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ;
- de la Société, en ce que l'adossé d'un actionnaire de contrôle, solide, maîtrisant les enjeux de ses métiers, tel que l'Initiateur, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société en France et à l'international ainsi que ses activités de recherche et développement ; et
- des actionnaires de la Société, car ces derniers bénéficieront, s'ils le souhaitent, d'une opportunité de liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action représentant une prime de 27% sur le cours de clôture de la Société du 21 mai 2019 et sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois derniers mois précédant cette même date,

décide, en conséquence, d'émettre à l'unanimité (étant précisé que Madame Nathalie Rouvet-Lazare et Monsieur Olivier Dellenbach se sont abstenus de prendre part au vote) un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre,

approuve à l'unanimité le projet de note en réponse de la Société, le projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le projet de communiqué et donne tous pouvoirs au directeur général de la Société pour finaliser, signer et déposer ces documents auprès de l'AMF.

Enfin, les quatre administrateurs indépendants ont indiqué qu'ils avaient l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre, à l'exception des actions devant être détenues conformément aux obligations statutaires applicables.

Par ailleurs, après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration décide, à l'unanimité, étant précisé que Madame Nathalie Rouvet-Lazare et Monsieur Olivier Dellenbach se sont abstenus de prendre part au vote, d'apporter à l'Offre ses actions auto-détenues à l'exception (i) des 115.004 actions auto-détenues susceptibles d'être remises par la Société au titre des 115.004 actions gratuites 2019 attribuées par la Société et qui sont en cours d'acquisition et (ii) des 10.171 actions auto-détenues affectées au contrat de liquidité, soit un total de 314.693 actions auto-détenues qui seront apportées à l'Offre.»

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les administrateurs de la Société ont indiqué qu'ils avaient l'intention d'apporter à l'Offre l'ensemble des actions de la Société qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir, à l'exception des actions devant être détenues conformément aux obligations statutaires applicables.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le Conseil d'administration lors de sa séance du 17 juillet 2019 a décidé que la Société apportera à l'Offre les actions qu'elle détient, à l'exception (i) des 115.004 actions auto-détenues susceptibles d'être remises par la Société au titre des Actions Gratuites 2019 en cours d'acquisition et (ii) des 10.171 actions auto-détenues affectées au Contrat de Liquidité, soit un total de 314.693 actions auto-détenues qui seront apportées à l'Offre.

7. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

Conformément aux articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, la Société a engagé les procédures d'information et de consultation du comité social et économique (CSE) immédiatement après l'annonce de l'Acquisition du Bloc et du projet d'Offre.

Un avis favorable à l'Offre a été rendu par le CSE le 14 juin 2019 et est reproduit en Annexe 2 à la présente note en réponse.

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital social de la Société

Se référer à la section 3.4.2 de la présente note en réponse pour la répartition du capital social.

En outre, il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article L.225-123 alinéa 3 du Code de commerce et à l'article 20 des statuts de la Société :

- un droit de vote double est conféré à toutes les actions libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription sous la forme nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ressortissant d'un pays membre de l'Union Européenne ;
- par exception, sous les mêmes conditions, le droit de vote double peut-être conféré aux actionnaires de nationalité autre que celle-ci avant indiquée sur l'agrément du Conseil d'administration donné individuellement ; ce dernier a d'ailleurs la faculté de refuser cet agrément, comme aussi de la retirer, sans être tenu de motiver sa décision ; et
- en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, un droit de vote double sera conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce même droit.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune clause des statuts de la Société ne limite l'exercice du droit de vote et la libre cession des actions émises par la Société.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

A la date de la présente note en réponse et à l'exception des actionnaires listés à la section 2.4.2 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'actionnaires détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote.

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

Néant.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel

Néant.

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

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

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

A l'exception de l'obligation pour tout membre du Conseil d'administration d'être propriétaire d'une action de la Société, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues

par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'administration de la Société dispose à ce jour des délégations de compétence et/ou de pouvoirs listées ci-après et qui lui ont été consenties par l'assemblée générale des actionnaires de la Société :

Date de l'assemblée	Nature de la délégation	Montant nominal autorisé	Durée de la délégation	Echéance de la délégation	Utilisation
AGM 26 juin 2019 (12 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la société	10% du capital apprécié à la date effective où les rachats seront effectués	18 mois	26 décembre 2020	Néant (hors contrat de liquidité)
AGM 26 juin 2019 (13 ^{ème} résolution)	Annulation ou réduction du capital des actions acquises dans le cadre du programme de rachat d'actions	10% du capital de la Société par période de 24 mois	26 mois	26 août 2021	Néant
AGM 26 juin 2019 (14 ^{ème} résolution)	Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	1M €	26 mois	26 août 2021	Néant
AGM 26 juin 2019 (15 ^{ème} résolution)	Emission d'actions réservée aux adhérents à un Plan Epargne Entreprise	3% du capital social	18 mois	26 décembre 2020	Néant
AGM 26 juin 2019 (17 ^{ème} résolution)	Attribution gratuite d'actions sous condition de performance aux membres du personnel salarié et/ou mandataires sociaux	Environ 3% du capital social au jour de cette assemblée (170.000 actions)	24 mois	26 juin 2021	Néant

8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

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.

A la connaissance de la Société, à l'exception du plan d'AGA 2019, il n'existe pas d'autres accords conclus par la Société dont la modification ou la résiliation du fait d'un changement de contrôle, serait susceptible d'avoir un impact significatif pour la Société.

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

Le Conseil d'administration réuni le 21 mars 2017 a décidé d'octroyer à Madame Nathalie Rouvet-Lazare, en sa qualité de Président Directeur Général de la Société, une indemnité en cas de révocation ou de non renouvellement, pour quelque cause que ce soit (y compris en cas de transformation, en cas de changement de mode de gouvernance, en cas de dissociation des fonctions, ou en cas de fusion), à l'exception d'une révocation ou d'un non-renouvellement pour faute grave ou lourde (au sens de la jurisprudence sociale), ou d'une démission, du mandat de Président Directeur Général exercé par Madame Nathalie Rouvet Lazare au sein de la Société.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A Advisory & Support a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Coheris le 24 mai 2019 en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport de BM&A Advisory & Support qui a été remis au Conseil d'administration le 15 juillet 2019 ainsi que son addendum en date du 26 août 2019 sont reproduits en Annexe 1 à la présente note en réponse.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.coheris.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

Coheris
4, rue du Port aux Vins
92150 Suresnes

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Nathalie Rouvet-Lazare
Président Directeur Général

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

(Voir ci-après)

* *

 *

COHERIS

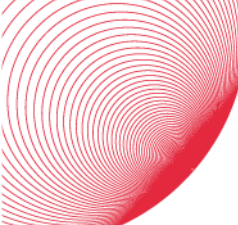
**SOCIETE ANONYME
AU CAPITAL DE 2 274 230 €
4, RUE DU PORT AUX VINS
92150 SURESNES**

.....

**RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE
ÉTABLI DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE
PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIÉTÉ COHERIS**

.....

JUILLET 2019



SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	2
1. CONTEXTE DE L'OPERATION.....	4
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
2.2 Déclaration d'indépendance.....	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3. PRÉSENTATION DE COHERIS GROUPE.....	9
3.1 Historique, activité et positionnement stratégique	9
3.1.1 HISTORIQUE.....	9
3.1.2 ACTIVITÉ ET POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE	10
3.2 Analyse historique des comptes publiés	11
3.2.1 COMPTE DE RÉSULTAT	12
3.2.2 STRUCTURE FINANCIÈRE	15
3.3 Analyse du plan d'affaires	16
3.3.1 REVENUS.....	16
3.3.2 MARGES OPÉRATIONNELLES	17
3.3.3 INVESTISSEMENTS	18
3.3.4 BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT	19
3.3.5 AUTRES ÉLÉMENTS	19
3.3.6 CONCLUSION	20
4. EVALUATION	21
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	21
4.1.1 PRIX D'OFFRE DE RÉFÉRENCE	21
4.1.2 NOMBRE DE TITRES	21
4.1.3 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES.....	22
4.2 Méthodes ou références non retenues	23
4.2.1 ACTIF NET	23
4.2.2 VALEUR MATHÉMATIQUE, ANR OU SOMME DES PARTIES	23
4.2.3 MÉTHODES BASÉES SUR LE DIVIDENDE.....	23
4.2.4 OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS	24
4.3 Méthodes et références retenues	24
4.3.1 ACQUISITION D'UN BLOC PAR L'INITIATEUR	24
4.3.2 ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE	24
4.3.3 COURS DE BOURSE	26
4.3.4 EVALUATION PAR LA MÉTHODE DCF.....	29
4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS	32
4.3.6 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES	35
4.4 Synthèse des résultats des travaux d'évaluation	38



5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR.....	39
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation.....	39
5.1.1 NOMBRE DE TITRES	39
5.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES.....	40
5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues	40
5.2.1 RÉFÉRENCE AUX TRANSACTIONS RECENTES SUR LE CAPITAL	40
5.2.2 COURS DE BOURSE	40
5.2.3 ACTUALISATION DE FLUX DE TRÉSORERIE (DCF)	40
5.2.4 COMPARABLES BOURSIERS	43
5.2.5 TRANSACTIONS COMPARABLES	43
5.2.6 ACTIF NET COMPTABLE	43
6. CONCLUSION	44
7. ANNEXES	46
7.1 Bêtas sectoriels de l'échantillon de comparables boursiers	46
7.2 Références de taux d'actualisation et de croissance à l'infini relevées chez les analystes financiers.....	46
7.3 Volatilités sectorielles	47
7.4 Appréciation de la décote applicable aux multiples des méthodes analogiques	48
7.5 Régressions statistiques multifactorielles des multiples boursiers	49
7.6 Échantillon de transactions comparables retenu	51
7.7 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers	52

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué en date du 21 mai 2019, la société Coheris (ci-après, « Coheris » ou la « Société » ou le « Groupe ») dont les actions sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris, a indiqué avoir pris acte du projet d'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre ») éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, que la société ChapsVision¹ (ci-après « ChapsVision » ou l'« Initiateur ») envisageait de déposer sur les actions Coheris pour un prix par action de 2,20 € dividende attaché (soit 2,17 € ex-dividende). Dans un second communiqué en date du 17 juin 2019, la Société a indiqué avoir reçu de ChapsVision de nouvelles modalités relatives au projet d'Offre. Ces modifications concernent le prix proposé, rehaussé à 2,30 € dividende attaché (soit 2,27 € ex-dividende), et le retrait obligatoire à l'issue de l'Offre auquel l'Initiateur renonce.

L'Offre fait suite à l'accord d'acquisition conclu le 21 mai 2019 entre ChapsVision et DevFactory², portant sur un bloc de 1 022 119 actions Coheris (ci-après, le « Bloc ») au prix unitaire de 2,20 €, représentant 17,98 % du capital social et 17,19 % des droits de vote de la Société. Elle vise la totalité des actions non encore détenues par l'Initiateur, y compris les actions auto-détenues, à l'exception des 153 807 actions attribuées gratuitement (définitivement acquises, 38 803 actions, ou en cours d'acquisition, 115 004 actions) et à l'exception 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, soit 4 499 478³. À l'issue de l'acquisition du Bloc, l'actionnariat de la Société était le suivant :

Coheris Actionnariat post acquisition du bloc	Actions		Droits de vote ⁽¹⁾		Apports à l'Offre ⁽²⁾	Actions	
	nombre	%	nombre	%		nombre	%
ChapsVision	1 022 119	18.0%	1 022 119	17.2%	535 794	1 557 913	27.4%
Socadif	603 837	10.6%	603 837	10.2%		603 837	10.6%
Nathalie Rouvet Lazare	158 103	2.8%	195 629	3.3%	(158 103)	-	-
Managers	62 998	1.1%	62 999	1.1%	(62 998)	-	-
Salariés	49 097	0.9%	65 099	1.1%		49 097	0.9%
Administrateurs	1 050	0.0%	1 900	0.0%		1 050	0.0%
Flottant	3 348 503	58.9%	3 553 551	59.8%		3 348 503	58.9%
dont Alto Invest	217 263	3.8%					
dont AGIPI	115 211	2.0%					
dont Oddo BHF Asset Management	110 348	1.9%					
dont ABN Amro Bank N.V.	98 640	1.7%					
dont Initiative & Finance Investissement	89 606	1.6%					
Titres autodétenus	429 697	7.6%	429 697	7.2%	(314 693)	115 004	2.0%
Contrat de liquidité à fin juin	10 171	0.2%	10 171	0.2%		10 171	0.2%
Total	5 685 575	100.0%	5 945 002	100.0%	-	5 685 575	100.0%

Source : Note d'Offre, Refinitiv Eikon, rapport financier Coheris et Management

(1) y compris les droits de votes attachés aux titres auto-détenus

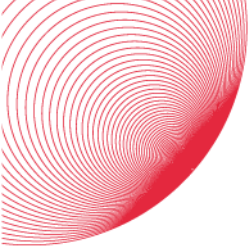
(2) titres faisant l'objet d'un engagement d'apport

Dans la mesure où l'acquisition du Bloc n'a pas conduit l'Initiateur à franchir le seuil de détention de 30 % du capital ou des droits de vote, l'Offre revêt donc un caractère volontaire et suivra la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, l'« AMF »).

¹ ChapsVision est une SASU au capital de 15 m€, lequel est intégralement détenu par la société ChapsHolding, elle-même contrôlée à 100 % par monsieur Olivier Dellenbach et son épouse.

² Règlement-livraison réalisé le 28 mai 2019.

³ Soit 5 685 575 actions composant le capital moins 1 022 119 actions acquises auprès de DevFactory, 153 807 actions gratuites et 10 171 affectées au contrat de liquidité à fin juin 2019.



L'Offre a pour objectif la prise de contrôle de la Société dans le cadre d'une démarche amicale et vise à relancer sa croissance grâce à l'internationalisation et au positionnement des produits Coheris sur des marchés de niche en complément de ses marchés actuels. Elle sera rendue caduque à sa clôture si l'Initiateur n'a pas obtenu plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Il convient de relever qu'aux termes d'un accord signé le 21 mai 2019, et modifié le 12 juillet 2019 (ci-après, le « Term Sheet »), l'Initiateur et les dirigeants de la Société⁴, dont madame Nathalie Rouvet-Lazare, président-directeur général de Coheris, ont convenu que ces derniers réinvestiront tout ou partie du produit de leurs apports sous forme d'actions ordinaires (AO) et d'actions de préférence (ADP) émises par ChapsVision.

Dans ce contexte général, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 24 mai 2019 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix de 2,30 € par action, dividende attaché, proposé pour les actions Coheris dans le cadre de la présente Offre, ainsi que des conditions de réinvestissement des managers.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où les dirigeants de la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'un des Initiateurs de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;

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

⁴ Lesquels se sont engagés à apporter leurs actions Coheris à l'Offre sous réserve (i) du dépôt de l'Offre au plus tard le 26 juillet 2019 au prix minimum de 2,27 € par action, dividende détaché, (ii) de la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre au plus tard le 20 septembre 2019.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 20 associés, personnes physiques.

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

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

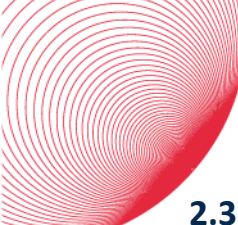
Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques et opérations suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
août-16	Offre Contractuelle Volontaire d'Achat	Antevenio	Inversiones Y Servicios Publicitarios	Invest Securities
oct-16	Offre Publique de Retrait	Ivalis	Hawky	Swiss Life
mai-17	Offre Publique d'Achat Simplifiée	DL Software	DL Invest	Invest Securities
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec supp. du DPS	Vergnet	Arum International	n/a
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Opération au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.



2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 60 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

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

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Nous avons été informés de l'opération envisagée le 20 mai 2019 et désignés en tant qu'expert indépendant par le conseil d'administration de Coheris le 24 mai 2019. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 27 mai au 18 juillet 2019, date à laquelle nous avons remis notre rapport.

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

- Madame Nathalie Rouvet Lazare, Président-directeur général de Coheris ;
- Monsieur Jean-François Ménager, Directeur général adjoint Finances, RH et Fonctions support ;
- Mesdames Corinne Fernandez et Catherine Blanchet et messieurs Jacques Behr et Philippe Legorjus, administrateurs de la société Coheris ;
- Monsieur Olivier Dellenbach, administrateur de Coheris et représentant de l'Initiateur ;
- Monsieur Michaël Azencot, partner chez Cambon Partners, conseil de Coheris ;
- Maîtres Delphine Vidalenc et Meriem Semrani, du cabinet De Pardieu Brocas Maffei ;
- Messieurs Raphaël Rossello et Sami Berhouma, et madame Manon Ardouin, d'Invest Securities, banque présentatrice ;
- Monsieur Frédéric Balochard, de Natixis Wealth Management, conseil de l'Initiateur ;
- Maîtres Jean-Gabriel Griboul et Florent Le Prado, du cabinet Jones Day, conseils de l'Initiateur ;
- Monsieur Geoffroy Bizard, du cabinet 8Advisory, expert indépendant en charge de l'évaluation des ADP.

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

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions des plans d'affaires élaborés dans le cadre de l'opération et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model* ;
- iv) les termes et conditions relatifs aux conditions du réinvestissement des managers et à l'émission des ADP.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Opération ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base du plan d'affaires communiqués par le management de Coheris ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;

- 
- vi) analyser les termes et conditions relatifs au réinvestissement des managers à l'émission des ADP et déterminer leur valeur globale ;
 - vii) rédiger notre projet de rapport.

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

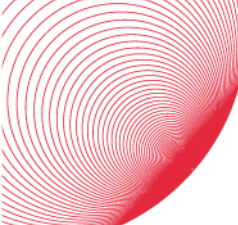
- des principaux termes et conditions de l'investissement de l'Investisseur et des Dirigeants signé le 21 mai 2019 et modifiés le 12 juillet 2019 (le « Term Sheet ») ;
- des rapports financiers annuels de Coheris, notamment 2017 et 2018 ;
- des procès-verbaux de conseil d'administration de Coheris de janvier 2017 à janvier 2019 ;
- du plan d'affaires 2019-2021 établi par le management ;
- du support de présentation du budget 2019 au conseil d'administration de la Société ;
- du rapport d'évaluation établi par Invest Securities ;
- du projet de note d'information relative au projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Coheris ;
- du contrat d'acquisition des actions Coheris par ChapsVision auprès de DevFactory (ci-après le « *Share Purchase Agreement* ») ;
- de la table de capitalisation et le modèle financier relatifs au réinvestissement des Dirigeants ;
- du rapport de l'expert indépendant se prononçant sur la valeur des ADP.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières utilisées dans nos travaux, les parties à l'Opération nous ont affirmé qu'elles correspondaient à leur vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elles n'ont connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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



3. PRÉSENTATION DE COHERIS GROUPE

3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

3.1.1 HISTORIQUE

Créé en 1994, le Groupe Coheris, qui opérait initialement dans le secteur des services informatiques est aujourd'hui spécialisé dans l'édition de logiciels couvrant les domaines de la gestion de la relation client (CRM), la data intelligence et la gouvernance des données.

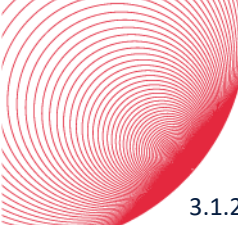
En 1996, le Groupe lance ses développements CRM et CTI (couplage téléphonie et informatique) et fusionne avec Atix International. En 1999, Coheris s'introduit sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris. En pleine bulle internet, le titre remporte un succès immédiat (+640 % en 1999, +300 % en 2000) avant d'être victime de l'explosion de la bulle en 2001 (-85 %). Par la suite, le Groupe entre dans une phase de croissances externes via l'acquisition de sociétés dans les métiers du logiciel et des services, comme Enéide et SmartMoves en 2000, Aldec en 2001, InfoCat en 2002, HarrySoftware en 2004, FDV Concept en 2006 et Spad spécialisé dans le domaine du Data Mining en 2007. Ces acquisitions ont contribué à renforcer la position du Groupe dans le marché français de la relation clients et à le faire figurer dans le top 3 des éditeurs avec Siebel et SAP.

L'année 2009 marque le début de recentrage du Groupe sur son cœur de métier, l'édition de logiciels, par les cessions des agences « Global Services » de Lyon et Paris, de l'activité « Support Nomade » de Cergy, de la société Coheris InfoCat, et la liquidation de la filiale espagnole, Coheris Espagne. Coheris poursuit alors une stratégie de construction d'un groupe éditeur de logiciels par l'acquisition en 2011 de Quatrax, société de conseil spécialisée dans les études marketing client et les solutions de pilotage de la performance. Par cette acquisition, le Groupe renforce son pôle d'expertise décisionnelle et accélère le développement de ses offres logicielles orientées métier et à valeur ajoutée.

En 2012, le Groupe voit le début de la dégradation de ses résultats, impactés par des conditions défavorables de marché, la réduction de son périmètre d'activité (après la cession des activités SSII), et le maintien des dépenses de recherche et développement à leur niveau habituel. C'est dans ce contexte qu'intervient la nomination de madame Nathalie Rouvet Lazare, fin décembre 2013, au poste de Président – Directeur Général du Groupe, en succession à monsieur Fabrice Roux qui occupait le poste depuis janvier 2007. À cette occasion, un plan dit « de reconquête » s'étalant de 2014 à 2016 est mis en place. Il vise à relancer le développement du Groupe, à dynamiser l'innovation et à déployer un nouveau modèle économique binaire combinant les licences en auto- hébergement (*on premise*) et en SaaS⁵ (*cloud*).

Le 22 mars 2017, le conseil d'administration du Groupe valide un nouveau plan stratégique ambitieux qui a pour but une progression du chiffre d'affaires, à la fois organique et par croissance externe, une répartition plus équilibrée entre les activités et une amélioration de la rentabilité avec un objectif de marge opérationnelle courante à deux chiffres à l'horizon 2020.

⁵ Software as a Service



3.1.2 ACTIVITÉ ET POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les solutions Coheris sont destinées à deux principaux marchés :

- CRM et *Customer Intelligence* : cœur de métier de Coheris depuis sa création, la Société propose une gamme de solutions CRM pour construire, anticiper et piloter la relation clients. Ces offres sont adressées aux sociétés de toute taille, et couvrent différents modules :
 - service et relation client : amélioration de la qualité du service et maîtrise des coûts ;
 - ventes : logiciels de pilotage et d’optimisation de l’activité commerciale ;
 - marketing : accompagnement des clients dans la gestion de leurs opérations et de leurs campagnes marketing ;
- Analytics et Data Intelligence : en plus des outils CRM classiques, Coheris propose des outils analytiques et scientifiques visant à exploiter, analyser et interpréter les données clients collectées par les entreprises :
 - *Coheris Liberty Entreprise* : plateforme dédiée à l’informatique décisionnelle permettant de développer et déployer des rapports et des applications de *Business Intelligence* ;
 - *Coheris Spad Real-Time* : logiciel permettant la mise en place des stratégies marketing et relationnelles au cas par cas, d’analyser les données non-structurées et les classer afin de mettre en évidence des tendances. Cet outil associe aussi l’analyse prédictive et le scoring pour améliorer les prises de décisions et tirer des conclusions à partir des données analysées ;
 - *Coheris Analytics Spad* : destiné au Data Mining et à l’analyse prédictive, cet outil d’analyse propose une interface totalement graphique et plus de 70 méthodologies d’analyse des données ;
 - *Coheris RGPD Text-Control* : solution logicielle permettant l’analyse automatisée, en temps réel ou différé, des espaces de textes libres dans les applications des entreprises afin d’éviter la saisie de données à caractère sensible et d’établir la cartographie des risques au vu de la nouvelle réglementation RGPD.

Le modèle économique de Coheris présente les caractéristiques suivantes :

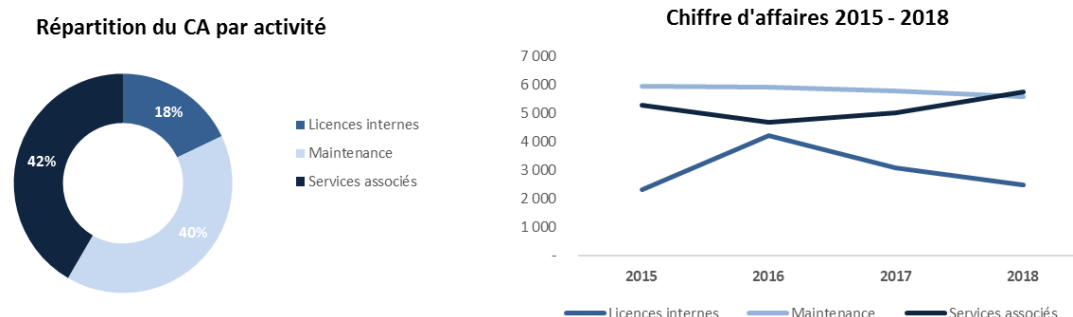
- il s’agit d’un modèle d’éditeur de logiciels classique, avec une structure de coûts fixes et frais de R&D significatifs. La croissance de l’activité est donc un enjeu stratégique, à la fois parce qu’elle a un impact important sur les marges réalisées, mais aussi car la taille critique et la notoriété sont des ressorts importants du succès de la stratégie commerciale d’un éditeur ;
- le Groupe commercialise un nombre important de ses solutions en mode binaire réversible, laissant le client libre d’exploiter les outils sur un modèle *on premise*⁶ ou en *cloud*⁷ ;
- le modèle évolue dans le sens d’un remplacement progressif des licences *on premise* par des licences *cloud* ; en cohérence avec la tendance de fond du secteur de l’édition de logiciels qui consiste à recourir de plus en plus aux modèles *SaaS*, plus souples ;

⁶ Une licence d’utilisation perpétuelle est payée intégralement à l’acquisition et installée physiquement sur les serveurs locaux de l’entreprise. Les coûts récurrents se limitent ensuite aux coûts de maintenance avant un éventuel changement de version.

⁷ Le logiciel est délocalisé et hébergé chez l’éditeur. Il est accessible à distance grâce à une connexion internet et moyennant un abonnement payé auprès de l’éditeur qui comprend à la fois la licence d’utilisation, les frais de d’hébergement et de maintenance et les frais de mise à jour en cas de changement de version.

- le chiffre d'affaires est réparti sur un grand nombre de clients (supérieur à 1 000), toutes activités confondues. Les 10 premiers clients représentent cependant 40 % de l'activité ;
- Coheris bénéficie du soutien d'un écosystème de partenaires intégrateurs, technologiques et distributeurs (Alcatel- Lucent, Business & Decision, Capgemini, Sopra, Steria, IBM Business Partner, Orange Business Services ...). À l'inverse, Coheris réalise 100 % de son chiffre d'affaires avec des clients français mais 20 % de ces revenus sont réalisés en accompagnant leurs filiales en dehors du territoire national). De ce fait, la présence de Coheris à l'international est quasi inexistante, à la différence de la plupart de ses concurrents directs.

Le Groupe a généré un chiffre d'affaires de 13,8 m€ en 2018 et emploie, en moyenne, 119 collaborateurs. Les revenus liés aux services associés proposés par le Groupe (formation, assistance, expertise, intégration ...) génèrent 42 % du chiffre d'affaires, alors que la maintenance des licences vendues représente 40 % de l'activité. Les ventes des licences s'établissent à 18 % du CA, avec une progression des ventes récurrentes de licences *Cloud* de 28 % par rapport à l'exercice précédent.



Le segment « Maintenance », qui a été prépondérant dans le chiffre d'affaires de Coheris jusqu'en 2017, enregistre un repli sur la période 2015- 2018 (CAGR de -2,0 %), alors que les services associés, historiquement moins importants, croissent avec un CAGR de 2,9 % sur la période, et dépassent les revenus « Maintenance » en 2018.

Le segment « Licences internes » ressort en croissance (CAGR de 2,3 %) sur la période 2015-2018 avec un point haut de 4,2 m€ en 2016 (croissance de 83 % par rapport au CA 2015). Cette dernière évolution doit cependant être relativisée, l'exercice 2016 enregistrant une vente exceptionnelle de licences *on premise* d'un montant de 1 million d'euros.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

L'exercice de Coheris commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre. Les derniers comptes annuels publiés sont ceux de l'exercice clos le 31 décembre 2018. Depuis 2005, les comptes du Groupe sont établis conformément aux normes IFRS, selon les dispositions du règlement de la commission européenne n 16/06/2002 du 19 juillet 2002.

3.2.1 COMPTE DE RÉSULTAT

Au cours des quatre derniers exercices, le chiffre d'affaires ressort en légère augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 0,7 % (CAGR).

Coheris - Compte de résultat (k€)	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18
Licences internes	2 312	4 233	3 093	2 477
Maintenance	5 936	5 906	5 792	5 591
Services associés	5 272	4 676	5 027	5 748
Chiffre d'affaires	13 520	14 815	13 912	13 816
Autres produits de l'activité (production immobilisée)	2 275	2 198	2 205	2 486
Achats et services extérieurs	(2 464)	(2 499)	(2 919)	(3 263)
Charges de personnel	(10 970)	(11 171)	(10 551)	(10 045)
Impôts et taxes	(357)	(224)	(250)	(207)
Autres produits et charges d'exploitation	(26)	(45)	(37)	(57)
Dot. nettes aux amortissements	(1 877)	(1 787)	(1 624)	(1 666)
Résultat opérationnel courant	101	1 287	736	1 064
Autres produits et charges opérationnels	(704)	(315)	(43)	115
Résultat opérationnel	(603)	972	693	1 179
Résultat financier	(89)	(98)	(103)	(104)
Résultat courant avant impôt	(692)	874	590	1 075
Impôt sur les bénéfices	27	(27)	54	(203)
Résultat net	(665)	847	644	872

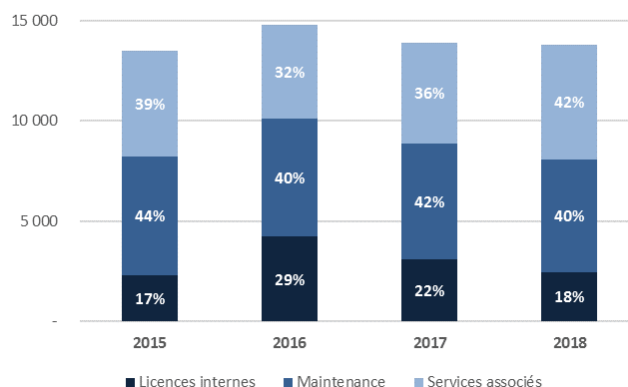
Plus précisément, la croissance de l'activité en 2016 de 9,6 % à 14,8 m€ s'explique principalement par une bonne performance des ventes de licences à 1,9 m€, excédant le carnet de commandes du Groupe d'environ 1 m€ due à une vente de licence exceptionnelle. Ainsi, les revenus 2016 de licences s'élèvent à 29 % du CA, (contre 17 % en 2015), alors que les chiffres d'affaires de maintenance et de services associés s'établissent respectivement à 40 % (contre 44 % en 2015), et 32 % (contre 39 % en 2015). Cette répartition de l'activité confirme la transformation de Coheris vers un modèle économique d'éditeur de logiciels et l'effet positif du plan de « reconquête » 2014/2016. Ce plan visait, entre autres, à accroître l'activité en améliorant l'offre existante du Groupe et en créant de nouvelles solutions avec de nouveaux leviers de commercialisation, à destination des marchés de solutions CRM et l'analytique. En effet, parallèlement à son offre historique *on premise*, commercialisée sous forme de vente de licences perpétuelles assorties d'un contrat de maintenance et de mises à jour, Coheris a développé son offre de solutions *cloud*, permettant d'accéder aux logiciels via des ressources informatiques virtualisées. Cette évolution de l'activité a eu pour conséquence la modification du mode de reconnaissance d'une partie du chiffre d'affaires, qui passe de la vente à la location de licences logicielles.

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2017, en recul de 6,1 % a été impacté par l'effet de base de la commande de 1 m€ qui avait accéléré la performance de Coheris en 2016. En retraitant 2016 de cette commande, l'activité 2017 progresse légèrement de 0,7 %. L'année 2017 a également connu le lancement de nouveaux produits dont les solutions RGPD (Règlement Général de Protection des Données) qui traitent les données collectées sur les personnes⁸.

⁸ Directive appliquée à partir du 25 mai 2018, en remplacement de la directive de 1995.

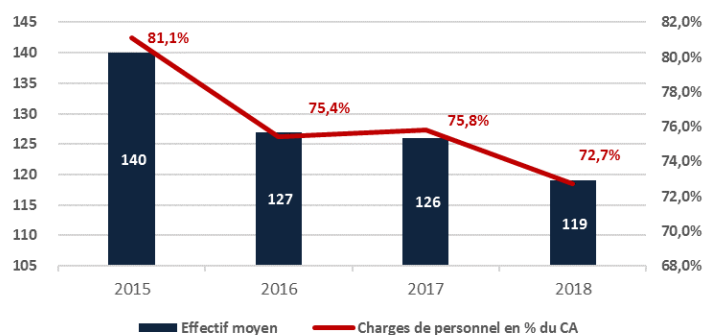
Au titre de l'exercice 2018, le Groupe réalise un chiffre d'affaires de 13,8 m€, stable par rapport à celui de 2017. Néanmoins, la répartition de l'activité change. La contribution de la maintenance, majoritaire dans le CA du Groupe jusqu'à lors, décroît de 2 %, (et ne représente alors plus que 40 % du total) en 2018. Le poids des revenus issus des licences *on premise* et *cloud* diminue également de 4 % pour s'établir à 18 % en 2018, alors que les ventes des licences *cloud*, augmentent significativement à hauteur de 28 %. S'agissant des offres RGPD, lancées en septembre 2017, leur contribution s'élève à 7 % du CA licences 2018.

**Evolution du chiffre d'affaires de Coheris
2015 - 2018**

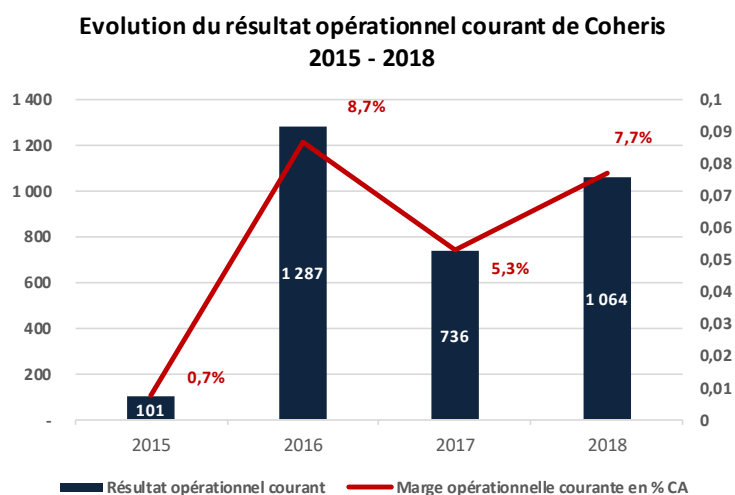


Le plan dit de « reconquête » mené par Nathalie Rouvet Lazare à son arrivée au sein du Groupe visait aussi à redresser la rentabilité, déficitaire en 2015 (perte de 665 k€) en améliorant la maîtrise des charges de personnel qui pesaient significativement dans le résultat en 2015 (81,1 % du CA).

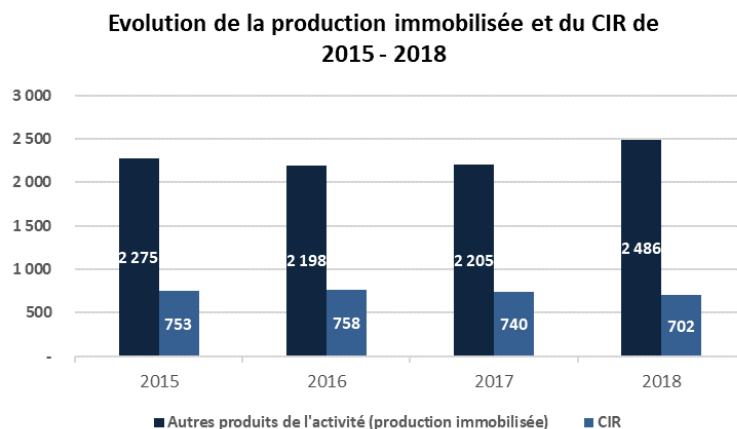
**Evolution de la charge de personnel et effectif moyen de
Coheris 2015 - 2018**



Cette action a positivement impacté le résultat opérationnel courant qui augmente fortement à un taux moyen annuel de 119,2 % pour s'établir à 1,1 m€ en 2018. Le résultat net suit également la même tendance haussière en dépit des coûts de restructuration exceptionnels qui ont affecté la rentabilité en 2015 (0,7 m€) et en 2016 (0,3 m€).



Par ailleurs, il est à noter que le groupe capitalise ses coûts de recherche et développement et bénéficie d'un montant significatif de Crédit d'Impôt Recherche (CIR), du même ordre de grandeur que le résultat net de l'année depuis le retour à la profitabilité de fin 2016.



3.2.2 STRUCTURE FINANCIÈRE

L'actif du bilan fonctionnel du Groupe Coheris est principalement constitué :

- d'écarts d'acquisition pour un montant significatif de 7,4 m€⁹, regroupés en une seule UGT. Un test de dépréciation est mis en œuvre par le Groupe annuellement afin de justifier de l'absence de perte de valeur. En 2013, l'écart d'acquisition a été déprécié de 1 m€ en raison de la révision à la baisse des perspectives de croissance de certaines activités ;
- d'immobilisations incorporelles pour un montant de 2,8 m€, principalement composées de frais de recherche et de développement, amortis sur 3 ans (2,7 m€) ;
- d'immobilisations corporelles pour un montant de 0,3 m€, correspondant essentiellement à des matériels informatiques et téléphoniques, du mobilier et du matériel de bureau.
- d'immobilisations financières pour 0,3 m€, comprenant pour l'essentiel les divers prêts et dépôts et cautionnements versés concernant des locations immobilières et le contrat de tenue de marché du titre Coheris.
- d'un besoin en fonds de roulement (BFR) pour 0,5 m€ principalement constitué de créances clients (7,6 m€) et autres dettes (7,4 m€) composées pour l'essentiel de produits constatés d'avance (3,7 m€). Dans le cadre de son activité d'édition de logiciels, Coheris comptabilise ses prestations faisant l'objet d'un contrat au forfait selon la méthode à l'avancement. L'avancement est mesuré au prorata des coûts dépensés rapportés aux coûts à terminaison des contrats, en conséquence, lorsque l'avancement est supérieur au montant des factures émises, une facture à établir est comptabilisée, a contrario, lorsque les factures émises sont d'un montant supérieur au stade d'avancement (le cas le plus fréquent) un produit constaté d'avance est enregistré.
- d'impôts différés actifs pour 0,7 m€, dont 0,6 m€ au titre de déficits fiscaux indéfiniment reportables ; fin décembre 2018, le Groupe dispose d'un stock total 8,5 m€ de déficits reportables.

L'actif du bilan fonctionnel est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

Coheris - Bilan fonctionnel - actif (k€)	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18
Ecart d'acquisition	7 385	7 385	7 385	7 385
Immobilisations incorporelles	2 636	2 463	2 444	2 765
Immobilisations corporelles	520	411	309	271
Immobilisations d'exploitation	10 541	10 259	10 138	10 421
EFR / BFR	(924)	(245)	(374)	474
Actif d'exploitation	9 617	10 014	9 764	10 895
Immobilisations financières	516	369	285	283
Actifs d'impôts différés	909	829	852	725
Actif hors exploitation	1 425	1 198	1 137	1 008
Actif économique	11 042	11 212	10 901	11 903

Coheris présente des capitaux propres comptables de 14,2 m€ au 31 décembre 2018, supérieurs à la capitalisation boursière de la société à la même date (+52%).

Coheris - Bilan fonctionnel - passif (k€)	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18
Capitaux propres	11 652	12 589	13 616	14 210
Endettement financier	1 000	854	737	740
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(2 317)	(3 119)	(4 187)	(3 797)
Trésorerie nette à l'actif	(1 317)	(2 265)	(3 450)	(3 057)
Provisions	593	843	730	657
Passifs d'impôts différés	114	45	5	93
Capitaux engagés	11 042	11 212	10 901	11 903

⁹ Constatés à l'occasion des croissances externes réalisées au début des années 2000 et en 2011.

Il convient de noter que la Société est en position de trésorerie nette positive avec des disponibilités de 3,8 m€, pour une dette financière de 0,7 m€.

Enfin, le passif de la Société inclut des provisions pour 0,7 m€, essentiellement liées aux indemnités de départ à la retraite (0,6 m€).

3.3 Analyse du plan d'affaires

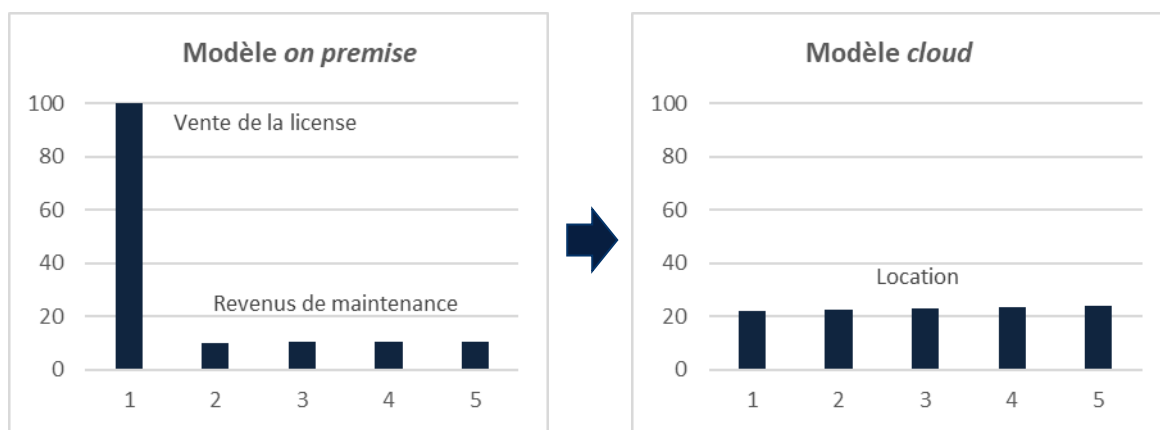
Nos travaux d'évaluation s'appuient sur le plan d'affaires 2019-2021 retenu par le management dans le cadre de ses tests de dépréciation IAS 36 à fin 2018 que nous avons prolongé jusqu'en 2028 pour permettre une convergence vers le taux de croissance à l'infini, une répartition normative des revenus entre les ventes de licences *on premise* et de licences *cloud* et la consommation des reports déficitaires.

3.3.1 REVENUS

3.3.1.1 Prévisions du management

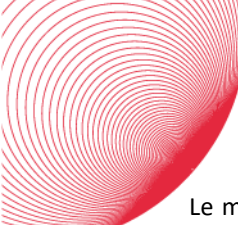
Après ajustement du contrat exceptionnel de 1 m€ évoqué §3.2 supra, le chiffre d'affaires 2018 de la Société ressort quasi identique à celui de 2016. Cependant des situations disparates entre les différentes composantes du chiffre d'affaires concourent à cette apparente stabilité globale :

- Les ventes de licences, prises dans leur globalité, reculent de 12,5 % par an. Il convient toutefois de préciser que cette évolution reflète, au moins partiellement, le remplacement graduel des licences *on premise* par des licences *cloud* caractérisées par un lissage mécanique de la perception des revenus. En effet, le modèle *on premise* implique la perception en une fois de l'intégralité des revenus liés à l'utilisation d'un logiciel jusqu'à son remplacement par la génération suivante, ce qui prend en général plusieurs années, alors que le modèle par abonnements *cloud* est facturé à un rythme plus soutenu (généralement annuel) mais pour des montants facialement inférieurs la première année, comme illustré infra :



Pour un même volume de ventes, le modèle *cloud* offrira des revenus moins volatils et globalement plus élevés (facturation de l'hébergement, répercussion plus rapide de l'inflation et rémunération de la souplesse des conditions notamment) mais entraînera une baisse significative des revenus perçus en année 1.

- Logiquement, les prestations de maintenance évoluent légèrement à la baisse (-2,7 % par an), reflétant le fait que la maintenance est intégrée à la location lors de la vente de licences *cloud*. Le rythme de baisse plus lent que celui des ventes de licences *on premise* de ce segment s'explique par l'inertie induite par la durée d'utilisation du stock de licences perpétuelles vendues.
- Ces évolutions sont globalement compensées, sur la période 2016-2018, par la hausse (+10,9 % par an) des services associés (prestations personnalisées et formation principalement).



Le management anticipe une reprise des ventes de licences *on premise* volontariste pour l'année 2019 suivie d'une baisse régulière et significative, mais compensée par le développement rapide des licences *cloud*. Prise globalement, la croissance du chiffre d'affaires attendu ressort dans la fourchette basse des anticipations observées chez les comparables boursiers, comprises entre 1,9 % et 9,0 %¹⁰.

3.3.1.2 Prolongement du plan

Dans ce contexte, nous avons prolongé les prévisions du management en :

- maintenant la croissance négative prévue sur les ventes de licences *on premise* ;
- en reprenant l'hypothèse de croissance prudente des autres services retenue par le management ;
- déduisant la croissance des ventes de licences *cloud* d'une hypothèse de croissance globale de chiffre d'affaires estimée par rattrapage tendanciel du taux de croissance à l'infini sur la période 2022-2028.

Cette approche permet de simuler un remplacement progressif des licences *on premise* par des licences *cloud* tout en tenant compte d'une hypothèse prudente de croissance du chiffre d'affaires global (2 % de CAGR sur la période 2022-2028).

3.3.2 MARGES OPÉRATIONNELLES

3.3.2.1 Prévisions du management

Pour ses tests de dépréciation IAS 36, le management utilise des projections de charges opérationnelles (masse salariale, marketing et loyers principalement) pour déterminer un EBIT « cash » avant participation. Dans un second temps, l'immobilisation des frais R&D de l'année et l'amortissement du stock des années précédentes sont pris en compte pour arriver à un résultat opérationnel courant comparable à celui publié dans les comptes.

À partir de ces données, nous avons pu reconstituer les niveaux attendus d'EBITDA et d'EBIT avec et sans prise en compte de l'immobilisation des frais de R&D. Il ressort de notre analyse que le niveau de marge d'EBITDA prévu est très sensible aux hypothèses d'activation des charges de R&D (nous observons un facteur 3 entre les deux approches sur le taux de marge prévu en 2021 par exemple). Du fait du mécanisme d'amortissement des frais de R&D capitalisés les années précédentes, l'écart est moins sensible sur le taux de marge d'EBIT (facteur 1,5 entre les deux approches en 2021) mais toujours présent du fait de la déduction du CIR des montants de frais de R&D activés et donc d'un montant amorti mécaniquement inférieur au montant immobilisé.

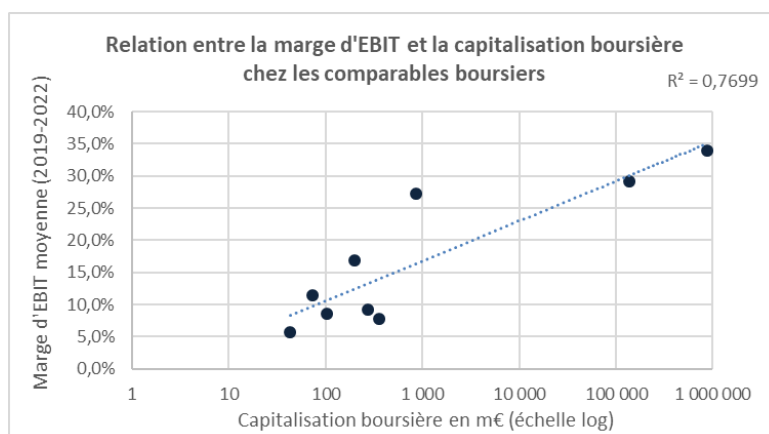
Les montants de frais de R&D activés au bilan par Coheris ressortent supérieurs aux ratios que nous avons pu relever chez les comparables, que ce soit rapporté au chiffre d'affaires (18 % chez Coheris à fin 2018 contre 7 % en borne haute¹¹ chez les comparables boursiers) ou rapporté à la masse salariale (25 % chez Coheris à fin 2018 contre 23 % en borne haute¹² chez les comparables boursiers). Ces valeurs moyennes masquent cependant le fait que ces ratios sont structurellement plus élevés chez les petits éditeurs qui n'ont pas atteint la masse critique suffisante pour absorber les frais de R&D sur une masse de revenus et de charge de personnel plus importante.

¹⁰ Intervalle de confiance à 95% de la moyenne des CAGR anticipés par les analystes financiers sur la période 2018-2021.

¹¹ Borne haute de l'intervalle de confiance à 95% de la moyenne observée chez les comparables boursiers.

¹² Borne haute de l'intervalle de confiance à 95% de la moyenne observée chez les comparables boursiers.

Les taux marges d'EBITDA anticipés par le management ressortent dans la fourchette basse des anticipations observées chez les comparables boursiers¹³ si l'on tient compte de l'activation des frais de R&D, et très en deçà si nous retenons une approche « cash » de l'EBITDA. Le taux de marge d'EBIT prévu suit la même logique et ressort dans la fourchette basse¹⁴ des taux observés chez les comparables boursiers. Ces références sectorielles doivent cependant être relativisées, le niveau de rentabilité des éditeurs de logiciels étant fortement corrélé à leur taille, comme on peut l'observer sur le graphique ci-après :



3.3.2.2 Prolongement du plan

Sur la base des éléments décrits supra, nous avons simulé sur la période 2022-2028

- une convergence tendancielle linéaire de la croissance de la masse salariale vers le taux de croissance à l'infini ;
- un rattrapage tendanciel linéaire vers le taux de croissance à l'infini s'agissant de la croissance des frais marketing, des loyers et des autres coûts ;
- une hypothèse d'indexation de la production immobilisée sur la masse salariale ;
- une convergence des dotations aux amortissements au titre des frais de R&D vers le montant de la production immobilisée ajustée du CIR, après prise en compte d'une durée moyenne d'amortissement des frais de R&D de 3 ans.

Cette approche permet de stabiliser les marges d'EBITDA et d'EBIT à horizon 2028 à des niveaux proches de ceux anticipés par le management en 2021.

3.3.3 INVESTISSEMENTS

3.3.3.1 Prévisions du management

Hors frais de R&D activés au bilan, les investissements prévus par le management ressortent stables sur l'horizon de prévision et peu significatifs une fois rapportés au chiffre d'affaires.

¹³ L'intervalle de confiance à 95% de la marge d'EBITDA moyenne anticipée en 2021 chez les comparables boursiers ressort compris entre 17 % et 34 %.

¹⁴ L'intervalle de confiance à 95% de la marge d'EBIT moyenne anticipée en 2021 chez les comparables boursiers ressort compris entre 10 % et 27 %.

3.3.3.2 Prolongement du plan

Nous avons maintenu le ratio investissements (hors R&D) sur chiffre d'affaires anticipé par le management sur la période 2022-2028.

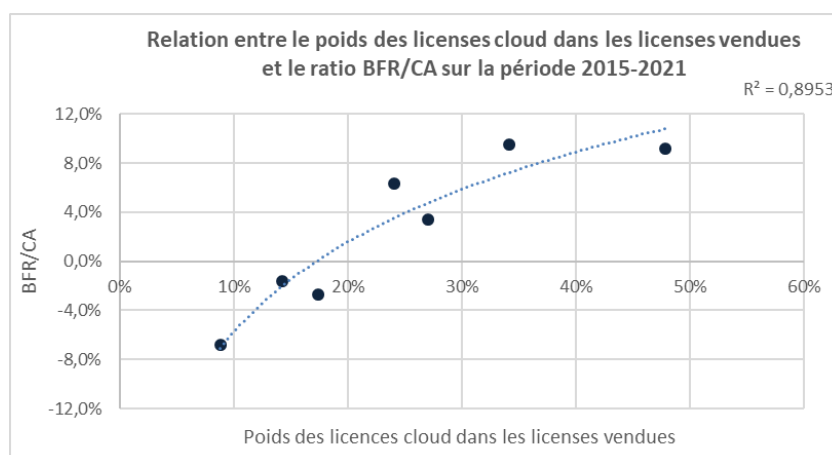
3.3.4 BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

3.3.4.1 Prévisions du management

Le plan d'affaires retenu par le management dans le cadre de ses tests de dépréciation IAS 36 ne prévoit pas de variation du besoin en fonds de roulement. Dans ce cadre, nous avons retenu le ratio BFR sur chiffre d'affaires issu des travaux de l'analyste financier suivant la valeur¹⁵ qui anticipe une poursuite de la hausse du BFR initiée en 2015 jusqu'à un niveau de 9,2 % du chiffre d'affaires en 2021. Cette évolution paraît cohérente avec celle du *business model* décrite §3.3.1.1 et ressort comprise dans l'intervalle de confiance du ratio BFR/CA observé chez les comparables boursiers¹⁶.

3.3.4.2 Prolongement du plan

Comme illustré infra, l'évolution du ratio BFR/CA sur la période 2015-2021¹⁷ ressort significativement corrélée au poids des licences *cloud* dans le total des licences vendues :



Si nous extrapolons ces données à la période 2022-2028 en tenant compte de notre hypothèse de remplacement des licences *on premise* par des licences *cloud*, le ratio BFR/CA pourrait encore progresser jusqu'à un maximum 16,8 % en 2028. Toute approche par extrapolation d'un jeu de données étant par nature incertaine, nous avons choisi de retenir l'option, plus prudente, de maintenir le ratio BFR/CA à 9,2 % sur la période 2022-2028.

3.3.5 AUTRES ÉLÉMENTS

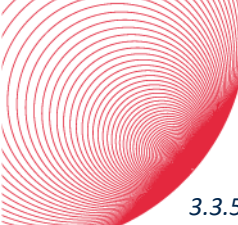
3.3.5.1 Reports déficitaires

Les comptes au 31 décembre 2018 font apparaître un stock de déficits reportables de 8,5 m€. Nous avons tenu compte de ce stock directement dans les flux modélisés s'agissant de l'approche DCF et via les éléments de passage de valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres pour les méthodes analogiques, en simulant son imputation sur la base imposable jusqu'en 2028. Les prévisions du plan détaillées supra permettent la consommation de la totalité des reports déficitaires à horizon 2027.

¹⁵ Gilbert Dupont, qui assure la liquidité du titre et opère également en tant que *liquidity provider*.

¹⁶ L'intervalle de confiance à 95 % du ratio BFR/CA anticipé chez les comparables ressort compris entre un excédent de besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires de -7 % et BFR/CA de 22 %.

¹⁷ BFR relevé dans les comptes pour la période 2015-2018 et BFR anticipé par l'analyste financier sur la période 2019-2021.

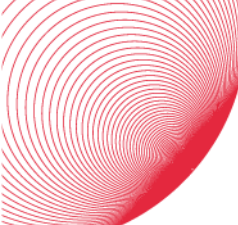


3.3.5.2 Crédit d'impôt recherche (CIR)

Nous avons également tenu compte de crédits d'impôt recherche (CIR) récurrents, dont le montant a été estimé à partir de l'objectif retenu par le management dans ses tests de dépréciation IAS 36, sur toute la durée du plan. Du fait de son statut de PME au sens communautaire, la Société bénéficie du remboursement immédiat du CIR non imputé sur l'impôt de l'année. Nous avons vérifié que les hypothèses du plan d'affaires ne remettaient pas en cause ce statut sur l'horizon du plan. ChapsVision étant elle-même détenue par des personnes physiques, nous n'avons pas modélisé de remise en cause de ce statut en cas de réussite de l'Offre.

3.3.6 CONCLUSION

D'un point de vue général, les prévisions du management apparaissent volontaristes sur plusieurs points (rapidité de la transformation du business model sans recul du chiffre d'affaires et sans hausse du BFR, regain de croissance des ventes de licences *on premise* en 2019, maintien du CIR à la fois dans son principe et dans son montant, conservés à l'infini) qui nous amène considérer leur risque de réalisation comme supérieur à la moyenne de celui habituellement observé dans les plans d'affaires. Il est tenu compte de cet aléa dans le taux d'actualisation détaillé §4.3.4.2.



4. EVALUATION

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 PRIX D'OFFRE DE RÉFÉRENCE

Dans un communiqué de presse du 17 juin 2019, l'Initiateur a annoncé le rehaussement du prix d'Offre de 2,20 € dividende attaché à 2,30 € dividende attaché, soit 2,27 € dividende détaché.

Parallèlement, l'Assemblée Générale du 26 juin 2019 a approuvé le versement d'un dividende de 3 centimes d'euros par action annoncé dans le rapport financier du 20 mars 2019, ainsi que son détachement le 1er juillet 2019 et sa mise en paiement le 3 juillet 2019.

Nos travaux d'évaluation étant arrêtés au 21 mai 2019, nous retenons le prix d'Offre de 2,30 € dividende attaché comme référence étant entendu que l'approche consistant à retenir un prix d'Offre de 2,27 € nous aurait conduit à ajuster les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du décaissement du dividende. L'impact sur la valeur relative de la Société aurait donc été nul.

4.1.2 NOMBRE DE TITRES

Le capital de la Société se compose de 5 685 575 actions ordinaires à fin décembre 2018. Le nombre d'actions d'auto-détention à cette même date s'établit à 468 500 titres.

Par ailleurs, l'Assemblée Générale Mixte du 30 juin 2017 avait autorisé le conseil d'administration de la Société à procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires de la Société sous conditions de performance, au profit de madame Nathalie Rouvet Lazare dans le cadre de son package de rémunération pour l'année 2018 et à certains salariés membres du Codir au titre d'un dispositif de rétention. Le 27 mars 2018, certains salariés membres du Codir, ont bénéficié de l'attribution de 44 000 actions gratuites sous conditions de performance.

À la date de l'offre, un total de 38 803 actions gratuites a été définitivement attribué à Nathalie Rouvet Lazare et aux principaux dirigeants de la Société en mars 2019 et viennent en déduction des titres d'autocontrôle. De surcroît, 115 004 actions gratuites ont été attribuées au titre du plan 2019 et sont en cours d'acquisition par le management et seront acquises en cas de réussite de l'Offre. Le reliquat, soit 314 693 titres auto détenus seront apportés à l'Offre.

Parallèlement, 7 836 titres sont détenus au 31 décembre 2018 (10 171 à fin juin 2019) dans le cadre du contrat de tenue de marché et sont comptabilisés en actifs financiers par la société.

Dans ce cadre, pour calculer les valeurs par actions détaillées infra, nous retenons un nombre de titres total post-Offre égal au nombre de titre composant le capital social, soit 5 685 575 et tenons compte de l'impact sur la valeur des titres auto-détenus ou mis en dépôt auprès de l'établissement chargé du contrat de liquidité directement dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §4.1.3 infra).

Nombre d'action (en k)	BM&A
Nombre d'actions composant le capital	5 685,6
dont actions auto-détenues	468,5
dont contrat d'animation de cours (31/12/2018)	7,8
Actions gratuites :	
AGA du plan 2018	38,8
AGA du plan 2019	115,0
Soit actions auto-détenues apportées	314,7
Nombre de titres total retenu	5 685,6
Nombre de titres acquis auprès de DevFactory	1 022,1
Contrat d'animation de cours (30/06/2019)	10,2
Nombre de titres visé par l'Offre	4 499,5

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

La position financière nette au 31 décembre 2018 s'établit à **3,1 m€** sur la base des comptes annuels consolidés 2018.

Éléments de passage de la VE à la VCP (k€)	BM&A
Dette financière	(740)
Disponibilités et équivalents	3 797
Position financière nette	3 057
Provisions pour R&C	(103)
Provisions pour retraites	(399)
Actifs financiers	153
Déficits fiscaux indéfiniment reportables	1 342
Apport des actions auto-détenues à l'Offre	714
Autres éléments	1 708
Total	4 765

Nous avons ajusté cette position financière nette d'un montant total de **1,7 m€** qui se décompose en :

- des provisions pour risques et charges pour un montant de -0,1 m€ ;
- des provisions pour retraites, qui ressortent à -0,4 m€ après prise en compte de l'actif d'impôt différé à fin 2018 correspondant ;
- un montant de 0,2 m€ au titre du dépôt de garantie auprès de l'établissement chargé du contrat de tenue de marché. Nous avons considéré qu'il n'y avait pas lieu de tenir compte des actifs financiers constitués de dépôts et garanties concernant des locations immobilières, qui sont non liquides et nécessaires à l'exploitation ;
- un montant de 1,3 m€ correspondant à la valeur présente¹⁸ des économies d'impôt réalisées après imputation des déficits fiscaux indéfiniment reportables accumulés sur la période 2012 à 2017 pour un montant total à fin 2018 de 8,5 m€ sur la période 2019-2028 à partir des hypothèses du plan d'affaires détaillé §3.3 ;
- un ajustement positif de la trésorerie de 714 k€ correspondant au montant perçu à la suite de l'apport à l'Offre des 314 693 actions auto-détenues à un prix de 2,27 €, dividende détaché.

¹⁸ Somme des économies d'impôt réalisée actualisées au taux retenu dans le cadre de l'approche DCF détaillée §4.3.4.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 ACTIF NET

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénale, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

À titre indicatif, la valeur de l'actif net comptable à fin décembre 2018 de Coheris ressort à 2,68 € par action post opération et après prise en compte de l'apport des titres auto-détenus à l'Offre :

Coheris - Actif net comptable par action ajusté			
(k€)	31/12/2018	Variation ⁽¹⁾	Post-opération
Capitaux propres comptables consolidés	14 210,0	1 048,4	15 258,4
Nombre total de titres	5 685,6		5 685,6
dont actions autodétenues	468,5	-353,5	115,0
dont plan d'AGA 2018	38,8		
dont plan d'AGA 2019			115,0
Nombre de titres retenu	5 255,9		5 685,6
Actif net comptable par action	2,70 €		2,68 €

(1) Apport des actions autodétenues à l'Offre ajusté de l'éventuel impôt sur la plus value et de l'attribution des actions gratuites.

4.2.2 VALEUR MATHÉMATIQUE, ANR OU SOMME DES PARTIES

La Société ne détient pas d'actifs dont il serait préférable d'estimer individuellement la valeur plutôt que globalement dans l'hypothèse de leur combinaison avec les autres facteurs de production. Par conséquent, la méthode de « l'actif net réévalué », ou le calcul de la « valeur mathématique » telle que définie par l'administration fiscale, ne seront pas mis en œuvre, l'évaluation de la Société consistant essentiellement dans la détermination de la valeur de marché de son goodwill, ce qui sera établi par la méthode du DCF.

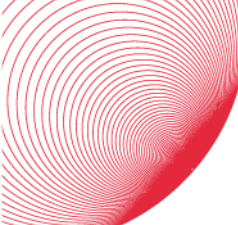
4.2.3 MÉTHODES BASÉES SUR LE DIVIDENDE

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.



4.2.4 OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS

À notre connaissance, la Société n'est suivie que par un seul analyste financier, Gilbert Dupont qui, dans sa dernière note du 21 mai 2019, abaisse son objectif de cours de 4,0 € à 2,2 €, prix d'Offre annoncé la veille et réhaussé à 2,30 € dividende attaché depuis. Cette évolution de l'objectif de cours est justifiée par l'incertitude pesant sur l'hypothèse de retour à la croissance nécessaire pour justifier l'objectif historique de 4,0 € et par l'opportunité de liquidité offerte aux actionnaires.

Compte tenu de la faible couverture du titre, nous ne retenons pas cette référence dans notre approche multicritère de la valeur.

4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 ACQUISITION D'UN BLOC PAR L'INITIATEUR

Préalablement à l'annonce de l'Offre, il convient de souligner que la Société était dans une démarche de recherche d'un partenaire financier sur lequel Coheris comptait s'adosser pour faciliter la mise en œuvre de sa stratégie de relance de sa croissance et notamment à l'international.

Ainsi, dès avril 2017, la Société a mandaté une banque d'affaires pour identifier des investisseurs potentiels. Après envoi d'un mémorandum d'information à un certain nombre d'investisseurs potentiels identifiés, aucune marque d'intérêt n'a été reçue, et le mandat de recherche a été arrêté en février 2018.

En janvier 2019, la Société a été contactée directement par un fonds d'investissement américain et a reçu une lettre d'intérêt non engageante de la part de ce dernier, indiquant, sous certaines conditions, une fourchette de prix par action dont la borne haute était inférieure à 2,20 euros, prix auquel le Bloc a été acquis. Après quelques semaines de discussions, les négociations n'ont finalement pas abouti.

Par la suite, monsieur Olivier Dellenbach a pris spontanément contact avec le management de la Société en présentant un projet compatible avec les attentes de la Société et a parallèlement proposé à DevFactory, premier actionnaire de Coheris, de racheter sa participation.

En conséquence, ChapsVision et DevFactory ont convenu le 21 mai 2019 de réaliser ladite cession, portant sur 1 022 119 actions Coheris pour un prix total de 2 248 661,80 €, soit 2,20 € par action. Il n'est pas prévu de paiement d'un complément de prix à DevFactory de quelque manière que ce soit. Parallèlement, ChapsVision a remis à la Société une lettre d'offre à cette même date, exposant notamment sa stratégie et son intention ferme de déposer une offre publique d'achat.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 4,5% par rapport à cette transaction qui constitue une référence de valeur pour l'appréciation du caractère équitable du prix proposé, probablement située en haut de fourchette compte tenu de l'échec du processus de recherche d'un investisseur en vue de l'adossement de la Société.

4.3.2 ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Aux termes d'un accord signé le 21 mai 2019 (ci-après, le « Term Sheet ») et amendé le 12 juillet 2019, l'Initiateur et les dirigeants de la Société, dont madame Nathalie Rouvet-Lazare, ont convenu que ces derniers apporteront à l'Offre la totalité des actions Coheris qu'ils détiennent, à l'exception des actions gratuites non encore acquises ou non encore disponibles au titre d'une période de conservation, et réinvestiront en numéraire tout ou partie du produit de leurs apports sous la forme d'actions ordinaires (AO) et d'actions de préférence (ADP) émises par ChapsVision si la holding venait à dépasser le seuil de 50 % du capital de Coheris.

4.3.2.1 Réinvestissement en actions ordinaires ChapsVision

Les dirigeants de la Société consacreront 76 % des montants réinvestis en numéraire à l'acquisition d'actions ordinaires ChapsVision et 24 % à l'acquisition des ADP, pour un total représentant 6,4 % du capital de la société holding.

S'agissant des actions ordinaires, les managers en ce compris le président directeur-général, investiront par augmentation de capital un total de 272,2k€ représentant 1,72 % du capital social (avant émission des ADP) qui s'élèvera à 15,8 m€. Le prix payé par les managers pour les actions ordinaires est donc bien fixé par référence à la valeur réelle de ChapsVision qui s'établit à 15 m€ avant augmentation de capital.

4.3.2.2 Prix de souscription des ADP émises par ChapsVision

Les ADP, dont le prix global d'émission est fixé à 232 k€ en cas d'apport à l'Offre de 100% des titres visés, permettront de capter une partie de l'éventuelle plus-value réalisée par les actionnaires de ChapsVision au moment d'un événement de sortie.

Dans ce cadre, la rétrocession potentielle est calculée à partir d'un objectif de TRI compris entre 10 % et 30 % qui induira une rétrocession de 0 % à 15 % de la plus-value totale, sur une base linéaire.

Parallèlement, les accords prévoient un mécanisme de liquidité si aucun événement de sortie n'est intervenu au 30 avril 2024. Dans ce dernier cas, la valeur de référence retenue pour calculer le TRI, et donc la plus-value, est définie contractuellement sur la base d'un multiple de l'EBITDA consolidé réalisé par ChapsVision fin 2023, ajusté de la position financière nette de la société. Le multiple d'EBITDA contractuel appliqué sera compris entre 11x et 14x, en fonction du chiffre d'affaires consolidé réalisé par ChapsVision à la même date.

Le prix d'acquisition des ADP a été fixé sur la base des travaux du cabinet 8 Advisory qui a eu recours à une approche Cox Ross Rubinstein de la valeur de l'instrument modélisant la valeur du sous-jacent à partir de l'équation de diffusion classique de Black & Scholes et d'un arbre binomial. Pour chaque trajectoire simulée, le modèle vérifie l'atteinte ou non des conditions de performance et calcule l'espérance de gain correspondante qui est ensuite ramenée en valeur présente et probabilisée.

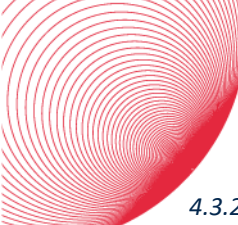
Cette approche est rendue possible grâce à l'hypothèse simplificatrice dite « risque neutre » qui présuppose qu'en l'absence d'opportunité d'arbitrage sur un marché profond et liquide où les titres seraient librement cessibles sans coût de transaction, il est possible de considérer que la tendance du sous-jacent peut être modélisée à partir du taux sans risque.

Parallèlement l'expert retient une décote globale de 25% pour tenir compte de l'incessibilité¹⁹ des ADP jusqu'à un événement de sortie ou jusqu'au mécanisme de liquidité prévu en 2024.

Nous avons, pour notre part, recoupé ces travaux par une approche dite de Monte Carlo, s'appuyant sur la même équation de diffusion de Black & Scholes, les trajectoires étant dans ce cas, simulées par un générateur de nombres aléatoires. En complément, nous avons estimé la valeur des ADP dans le cas d'une sortie via le mécanisme de liquidité contractuel, testé différents scénarios de probabilités de sortie et l'impact sur la valeur de différents niveaux de détention de Coheris atteint à la suite de la clôture de l'Offre.

Enfin, nous avons également cherché à rationaliser le niveau de décote d'incessibilité retenu en relevant, dans notre modèle, l'écart moyen entre la valeur maximale prise par les ADP et leur valeur lors d'un événement de sortie ou de liquidité et en comparant le taux appliqué avec des références historiques observée sur des BSA cotés.

¹⁹ Perte d'opportunité que subissent les détenteurs des ADP, celles-ci ne pouvant être exercées en dehors d'un événement de sortie ou du mécanisme de liquidité de 2024 et ne pouvant être cédées à des tiers.



4.3.2.3 Rémunération de madame Nathalie Rouvet Lazare

Le Term Sheet prévoit également que madame Nathalie Rouvet Lazare exercera les fonctions, non rémunérées, de direction générale de ChapsVision et demeurera président directeur général de Coheris tant que monsieur Olivier Dellenbach détiendra moins de 90% du capital de la Société.

Dans ce cadre, madame Rouvet Lazare continuera d'être rémunérée aux conditions qui sont les siennes chez Coheris jusqu'au 1^{er} janvier 2020 date à laquelle elle verra sa rémunération fixe annuelle augmentée de 5,5 %, sous réserve du vote favorable de l'assemblée générale annuelle devant se tenir au plus tard le 30 juin 2020. Si monsieur Dellenbach venait à détenir plus de 90 % du capital de Coheris, madame Rouvet Lazare deviendra salariée de ChapsVision aux mêmes conditions (post 1^{er} janvier 2020) et demeurera président directeur général non rémunéré de Coheris.

4.3.2.4 Conclusion

En synthèse, nous relevons que :

- l'acquisition des actions ordinaires ChapsVision sera réalisée en numéraire à une valeur découlant, par construction, du prix d'Offre ;
- le prix d'acquisition fixé pour les ADP tient compte du potentiel de gain futur partiellement compensé par un risque significatif que l'instrument ait une valeur nulle.
- les travaux de valorisation des ADP réalisés par le cabinet 8 Advisory s'appuient sur des méthodes et des hypothèses usuelles pour ce type de valorisation. Nos propres travaux de valorisation ne font pas apparaître d'écart significatif avec ces résultats ;
- la décote d'incessibilité appliquée à la valeur des ADP ressort dans la norme des niveaux habituellement appliqués et inférieure à la fois à la moyenne des références historiques observées sur des BSA cotés (qui remontent cependant à 2014) et au niveau théorique, par construction haut de fourchette²⁰, ressortant de notre modèle. Parallèlement, l'approche proposée par l'ANC dans son communiqué du 21 décembre 2004 relatif aux Plans d'Epargne Entreprise²¹, n'est pas applicable au cas d'espèce, les bénéficiaires des ADP n'ayant pas accès à un instrument identique cessible nécessaire à la mise en place d'une stratégie d'arbitrage ;
- sans être spécialiste des questions de rémunération des dirigeants d'entreprise, il nous semble que le package de rémunération de madame Rouvet-Lazare n'excède pas la norme pour autant qu'elle existe.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et notamment le fait que le prix de souscription des ADP est équitable, nous estimons que les accords conclus ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.3.3 COURS DE BOURSE

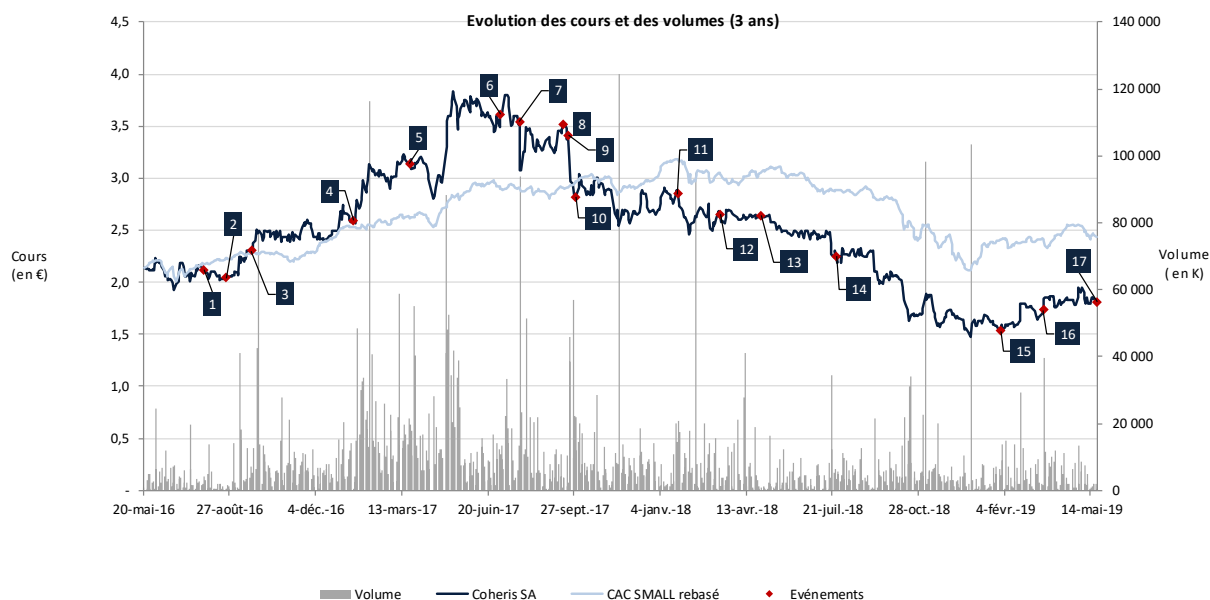
L'action Coheris (FR0004031763– COH) a été introduite en bourse le 30 juin 1999 au cours de 6,50 €. Initialement cotée sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris, les actions Coheris ont fait l'objet d'un transfert sur le compartiment C d'Euronext Paris à sa disparition en 2005.

²⁰ Le niveau de décote ressortant de l'approche modélisée présuppose que le bénéficiaire aurait connaissance de la valeur future de ses ADP et les exercerait systématiquement au plus haut.

²¹ L'ANC propose dans ce communiqué d'estimer la décote d'incessibilité à travers le coût de mise en place d'une stratégie d'arbitrage permettant de libérer le bénéficiaire de l'instrument incessible du risque encouru pendant la période d'incessibilité.

4.3.3.1 Évolution du cours de bourse

Le graphique suivant retrace sur 36 mois l'évolution du cours de clôture de l'action et de l'indice CAC Small, jusqu'au 21 mai 2019, soit le jour de l'annonce de l'Offre de ChapsVision.



Renvois	Dates	Evénements
1	28-juil.-16	Chiffre d'affaires du 1 ^{er} semestre 2016 en hausse de 14 % à 7,7 m€, porté par la signature exceptionnelle d'un contrat de licences pour 1 m€
2	23-août-16	Lancement de la solution de business intelligence Coheris Liberty Insight, proposée <i>on premise</i> et <i>on cloud</i>
3	21-sept.-16	Publication des résultats semestriels 2016 avec un résultat net de 0,4 m€, positif pour la première fois depuis 2011
4	16-janv.-17	Arrivée de Bruno Chotin au sein du comité de direction en tant que directeur Produits et Alliances
5	22-mars-17	Retour marqué à la croissance (+ 10 % par rapport à 2015) et à la rentabilité (résultat net en progression de 1,5 m€ par rapport à 2015) en 2016
6	4-juil.-17	Signature d'un partenariat technologique avec l'éditeur de logiciels CAP Adresse permettant d'enrichir la solution CRM Suite avec des modules d'aide à la saisie et de qualification des coordonnées clients en temps réel
7	26-juil.-17	Chiffre d'affaires du 1 ^{er} semestre 2017 en baisse de 8,5 % à 7,1 m€
8	14-sept.-17	Développement de nouvelles offres pour accompagner ses clients dans leur démarche de mise en conformité avec le nouveau règlement européen de protection des données RGPD
9	20-sept.-17	Résultat du 1 ^{er} semestre 2017 : résultat opérationnel courant en baisse de 45 % par rapport à la même période 2016
10	29-sept.-17	Mise à disposition du rapport semestriel 2017 présentant un résultat net de 0,3 m€ en recul de 23 % par rapport au S1 2016
11	24-janv.-18	Chiffre d'affaires 2017 en régression de 6,1 % à 13,9 m€
12	14-mars-18	Positionnement en seconde place des Trophées de l'innovation Big Data 2018 dans la catégorie BtoB pour sa solution RGPD Text-Control
13	30-avr.-18	Publication du rapport financier 2017 avec une rentabilité positive à 0,6 m€, une trésorerie en augmentation de 1,1 m€ à 4,2 m€ et une forte actualité produit sur 2018
14	25-juil.-18	Revenus en léger recul de 2,6 % sur le premier semestre 2018, marqué par le gain de nouveaux clients significatifs et une hausse de trésorerie
15	30-janv.-19	Annnonce du chiffre d'affaires annuel 2018 à 13,8 m€, caractérisé par la progression de 28 % de l'activité <i>cloud</i>
16	20-mars-19	Publication du résultat net 2018 à 0,87 m€ en nette amélioration de 32% par rapport à 2017
17	21-mai-19	Annnonce d'un projet d'offre publique d'achat initié par ChapsVision pour un prix de 2,20 € par action Coheris, dividende attaché

Comme le montre le graphique, au cours des 36 derniers mois, l'action Coheris a évolué dans un intervalle de cours compris entre 1,48 € (le 27 décembre 2018) et 3,83 € (le 11 mai 2017). Jusqu'en septembre 2017, l'action a globalement surperformé l'indice CAC SMALL, à la faveur de la publication des résultats semestriels du 1^{er} semestre 2016, positifs pour la première fois depuis 2011.

La publication en juillet 2017 d'un chiffre d'affaires du 1^{er} semestre en baisse, puis celle en septembre d'un résultat opérationnel courant semestriel en retrait de 45 % donnent un coup d'arrêt à la remontée du cours. De septembre 2017 à décembre 2018 où elle touche un plus bas de la période, le cours de l'action Coheris sous-performe l'indice CAC SMALL au rythme des publications, baisse amplifiée par le recul général des marchés observé au cours du 3^{ème} trimestre 2018.

Le cours de l'action se redresse fin janvier 2019 avec l'annonce d'un chiffre d'affaires annuel stable avec une forte progression de l'activité *cloud*. Il poursuit sa hausse lors de l'annonce en mars 2019 des résultats annuels 2018 en nette amélioration par rapport à 2017, et se stabilise dans un intervalle compris entre 1,77 € et 1,98 €.

4.3.3.2 Liquidité et volatilité

Les différents éléments d'analyse du cours de bourse de l'action Coheris, sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Cours le plus haut	Cours le plus bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	3,84	1,46	2,70	6 583 113	8 594	123,40%	211,29%	100,00%
24 mois	3,80	1,46	2,57	3 796 095	7 443	70,56%	121,84%	100,00%
12 mois	2,54	1,46	1,89	1 465 032	5 745	27,31%	47,02%	100,00%
6 mois	1,98	1,46	1,69	643 661	5 233	12,16%	20,66%	100,00%
3 mois	1,98	1,58	1,82	314 071	5 235	5,98%	10,08%	100,00%
20 jours de bourse	1,98	1,78	1,87	71 751	3 588	1,37%	2,30%	100,00%
Spot	1,81	1,81	1,81	1	1	0,00%	0,00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Thomson Reuters Eikon.

Avec une rotation du capital sur 12 mois de 27 % et une rotation du flottant de 47 %, le titre Coheris présente une liquidité satisfaisante permettant de considérer le cours de bourse comme une mesure fiable de la valeur de marché des capitaux propres de la Société. Par ailleurs, la volatilité du cours de l'action Coheris présentée ci-dessous, bien que supérieure aux moyennes et médianes de ses comparables, ne présente pas d'anomalie susceptible de remettre en cause la pertinence de cette référence.

Volatilité	au 21/05/2019							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Linedata Services SA	32,09%	26,10%	26,92%	29,18%	27,80%	29,57%	29,52%	27,66%
Dalet SA	38,46%	29,00%	28,22%	26,12%	29,59%	30,98%	34,13%	33,63%
Cegedim SA	26,04%	23,98%	29,76%	35,54%	31,18%	32,07%	33,45%	33,16%
Generix Group France SA	25,73%	28,86%	27,94%	27,62%	27,45%	25,89%	26,83%	30,80%
Axway Software SA	20,78%	40,50%	38,60%	31,80%	31,24%	29,26%	28,72%	28,30%
SAP SE	46,94%	29,87%	25,34%	24,89%	21,06%	19,60%	20,70%	20,77%
Microsoft Corp	25,18%	18,25%	26,67%	25,66%	23,90%	21,65%	23,09%	23,17%
Pharmagest Interactive SA	24,57%	24,81%	29,32%	30,68%	28,86%	27,54%	27,91%	27,18%
Prodware SA	30,62%	37,12%	39,79%	35,52%	33,69%	32,65%	34,31%	34,74%
Coheris SA	38,22%	37,74%	34,43%	35,03%	34,12%	33,78%	32,56%	33,15%
Moyenne	30,05%	28,72%	30,28%	29,67%	28,31%	27,69%	28,74%	28,82%
Moyenne hors extrêmes	28,96%	28,53%	29,63%	29,51%	28,57%	28,14%	29,09%	29,13%
Médiane	26,04%	28,86%	28,22%	29,18%	28,86%	29,26%	28,72%	28,30%

Compte tenu des éléments développés ci-avant, nous retenons le cours de bourse comme référence de valeur de l'action Coheris, et en particulier les moyennes pondérées 20 jours et 3 mois calculées au 21 mai 2019. Ainsi, le cours s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprise entre 1,82 € et 1,87 €, sur laquelle le prix de l'Offre de 2,30 € dividende attaché fait ressortir une prime comprise entre 22,9 % et 26,7 %.

4.3.4 EVALUATION PAR LA MÉTHODE DCF

4.3.4.1 Prévisions du plan d'affaires et flux normatif

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2019-2021 du plan d'affaires analysé §3.3 supra, repris sans modification et prolongé par nos soins jusqu'en 2028.

La valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires fixé à 1,8 %, basé sur l'anticipation d'inflation long terme de 1,8 %²² prévue par le FMI pour la France et très proche du niveau médian relevé dans les notes de *brokers* pour les comparables boursiers (cf. annexe 7.2) ;
- un taux de marge d'EBITDA cible de 21 % après prise en compte d'une hypothèse de capitalisation de 22 % de la masse salariale au titre des frais de R&D. Ce taux ressort dans la fourchette basse des taux attendus à long terme chez les comparables boursiers²³ ;
- un montant d'investissements annuels hors capitalisation de la R&D peu significatif de 94 k€, estimé à partir du ratio investissements sur chiffre d'affaires constaté sur la dernière année du plan d'affaires communiqué par le management ;
- un ratio de surinvestissement hors frais de R&D (investissements sur dotation aux amortissements) de 4 % pour tenir compte du décalage entre les investissements et les amortissements. Un raisonnement identique a été appliqué s'agissant de l'amortissement des frais de R&D capitalisés mais en tenant compte, cette fois, d'une durée d'amortissement plus courte (3 ans) ;
- en conséquence, la marge d'EBIT normative retenue ressort à 5 % (9 % si nous tenons compte de l'impact du CIR), cohérente avec les objectifs du management mais inférieurs aux niveaux anticipés chez les comparables boursiers²⁴. Cette projection ressort cependant en ligne avec les anticipations sectorielles si nous tenons compte dans l'analyse de la taille des comparables (cf. §0 supra) ;
- un montant de crédit d'impôt recherche récurrent de 750 k€ annuels, hypothèse identique à celle retenue par le management dans ses tests de dépréciation, non probabilisé pour tenir compte du risque disparition/transformation du dispositif et/ou du risque de dépassement des seuils permettant son remboursement immédiat ;
- une variation du besoin en fonds de roulement estimée à partir d'un ratio BFR sur chiffre d'affaires normatif de 9,2%, hypothèse prudente détaillée §3.3.4.

²² Source : FMI, World Economic Outlook d'avril 2019, moyenne des prévisions de déflateur du PIB et de l'indice des prix à la consommation pour les années 2022 à 2024.

²³ L'intervalle de confiance à 95 % du taux marge d'EBITDA sectoriel moyen sur la période 2019-2021 ressort compris entre 20 % et 27 %.

²⁴ L'intervalle de confiance à 95 % de la marge d'EBIT moyenne sectorielle anticipée sur la période 2019-2021 ressort compris entre 14 % et 22 %.

4.3.4.2 Taux d'actualisation

Le tableau ci-dessous décompose le calcul du taux d'actualisation applicable au flux du plan d'affaires détaillé §3.3 :

Calcul du taux d'actualisation (zone euro, lissage sur 6 mois)	31-mai-19 Hors dette
Bêta de l'actif économique : β_U	1,11
Levier cible $L_e = DN / VFP$	-
Bêta avec levier : β_L	1,11
TRI implicite du marché : zone euro	9,19%
Taux sans risque	0,25%
Prime de risque actions	8,94%
dont prime pour biais d'optimisme	2,12%
Prime de risque MEDAF	5,60%
Prime d'illiquidité	-
Prime Small Cap	2,46%
Prime spécifique pour risque de réalisation	2,12%
Coût des fonds propres	14,36%

Méthodologie de détermination du coût des fonds propres à endettement nul retenu :

Compte tenu de la position de trésorerie nette positive (3,1 m€) dans laquelle se trouve la société à fin décembre 2018, nous avons considéré le coût moyen pondéré du capital, habituellement utilisé pour actualiser des cash-flows d'exploitation, comme inadapté au cas d'espèce et avons retenu un coût des fonds propres à endettement nul calculé sur la base des éléments suivants :

- **Bêtas de l'actif économique** : nous retenons, en valeur centrale, un bêta de 1,11 égal à la borne haute de l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne des bêtas 3 ans désendettés observés sur l'échantillon de comparables boursier²⁵, inférieur au bêta désendetté observé pour Coheris à la même date (1,52).
- **TRI implicite du marché** (9,19 %) : taux de rendement implicite exigé par les investisseurs pour les sociétés cotées de la zone euro (plus de 1 000 valeurs suivies au 31 mai 2019) calculé par Fairness Finance grâce à une approche *ex-ante*, comparant la valeur boursière des sociétés de l'échantillon au consensus des prévisions des analystes.
- **Taux sans risque** (0,25 %) : du fait de l'utilisation d'un échantillon de référence « zone euro », nous retenons ici les taux de rendement à 10 ans des pays de la zone notés AA et mieux, pondérés par leur PIB²⁶.
- **Prime de risque actions** (8,94 %) : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans-risque, incluant à la fois l'exigence de rendement MEDAF demandée par l'investisseur et la couverture des risques liés à la détention du titre (aléa de prévision et risque de défaut notamment).
- **Prime de risque MEDAF** (5,60 %) : part de la prime de risque action venant rémunérer le risque systématique au sens MEDAF, sur lequel s'applique le bêta. Nous considérons que l'écart entre la prime de risque actions calculée *ex-ante* et la prime de risque MEDAF est essentiellement constitué de primes de risque spécifiques venant couvrir l'investisseur contre le risque de défaut et le biais optimiste des prévisions²⁷.

²⁵ Cf. annexe 7.1

²⁶ Source : Refinitiv (ex Thomson Reuters).

²⁷ Cf. : fairness-finance.com

- **Prime *SmallCap* (2,46 %)** : Part de l'écart de rendement observé entre les *large caps* et les *small caps* attribuable à un surcroît de risque de défaut. Nous estimons la note de risque crédit de Coheris à BB-, soit dans la moyenne des sociétés de petite taille. Nous retenons donc ici la prime de taille calculée par Fairness Finance pour les sociétés de la zone euro d'une capitalisation boursière égale ou inférieure à 32 m€, sans ajustement complémentaire.
- **Prime supplémentaire pour risque de réalisation (2,12 %)** : Prime de risque supplémentaire correspondant à un doublement de la prime pour biais d'optimisme généralement observée, permettant de tenir compte du caractère volontariste des prévisions du management (maintien d'une croissance des revenus malgré la modification du *business model* décrite §3.3.1, augmentation de la rentabilité dès 2019) et des hypothèses retenues dans la constitution des flux (imputation de la totalité du stock de reports déficitaires, maintien de la totalité du CIR à l'infini, plafonnement de la croissance du BFR, ...).

Sur la base de ces éléments, le coût des fonds propres à endettement nul applicable à Coheris ressort 14,4 %²⁸.

4.3.4.3 Résultats de l'approche

Compte tenu de ce qui précède, nos calculs conduisent à une valeur d'entreprise (VE) résultant de l'actualisation des flux du plan d'affaires de 9,6 m€. Après prise en compte des éléments de passage entre la VE et la valeur des capitaux propres (VCP), cette valeur s'établit à 13 m€, soit 2,29 € par action :

Valeur des capitaux propres DCF	k€
Valeur présente des flux de trésorerie	6 983
Cash flow terminal	1 178
Valeur terminale	9 406
Valeur présente de la valeur terminale	2 599
Valeur d'entreprise	9 582
Position financière nette	3 057
Autres éléments ⁽¹⁾	365
Valeur des capitaux propres	13 004
Nombre d'action (dilué)	5 686
Valeur en € par action	2,29 €

⁽¹⁾ Ajustés des déficits reportables pris en compte directement dans les flux.

Sur ces bases, le prix d'Offre de 2,30 € dividende attaché fait ressortir une prime de 0,6 % par rapport à la valeur centrale du DCF.

4.3.4.4 Analyses de sensibilité aux hypothèses financières

Nous avons réalisé une analyse de sensibilité aux hypothèses financières en combinant la prise en compte d'une variation du taux d'actualisation de plus ou moins 100 points de base et des variations de plus ou moins 20 points de base du taux de croissance à l'infini « g ». Cette approche conduit à une fourchette de valeur du titre Coheris comprise entre 2,17 € et 2,43 € selon le scénario considéré :

		CMPC				
		12,4%	13,4%	14,4%	15,4%	16,4%
g [∞]	1,4%	2,55	2,40	2,27	2,16	2,07
	1,6%	2,56	2,41	2,28	2,17	2,07
	1,8%	2,57	2,42	2,29	2,17	2,07
	2,0%	2,58	2,43	2,29	2,18	2,08
	2,2%	2,59	2,43	2,30	2,18	2,08

²⁸ A titre indicatif, le TRI implicite *ex-ante* calculé en recherchant le taux qui égalise la valeur actualisée des cash flows libres prévus par l'analyste financier suivant Coheris et sa capitalisation boursière ajustée de la trésorerie nette ressort à 15 % au 28 juin 2019, soit pour un cours de bourse tenant compte de l'annonce du rehaussement du prix d'Offre de 2,28 €. Ce même calcul réalisé au 31 mai 2019 extériorise un taux implicite de 17 %.

4.3.4.5 Analyses de sensibilité aux hypothèses opérationnelles

S'agissant des hypothèses opérationnelles concernant les revenus, nous avons testé l'impact sur la valeur d'un décalage dans le temps de l'accélération des ventes de licences *cloud* prévues par le management et celui d'une modification du rythme de baisse sur l'horizon du plan des ventes de licences *on premise* :

		Ajustement de la croissance des ventes de licences on premise				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Décalage du pic de ventes cloud (en années)	0	2,05	2,17	2,29	2,41	2,55
	1	1,48	1,61	1,74	1,89	2,03
	2	0,92	1,05	1,19	1,34	1,50
	3	0,41	0,54	0,68	0,83	0,99
	4	-0,04	0,09	0,23	0,38	0,54

Nous avons également testé l'impact sur la valeur d'une variation de 1,0 % du taux de marge d'EBITDA retenu sur la totalité de la période couverte par le plan d'affaires (2019-2028), y compris à l'infini, ainsi que l'impact d'une hypothèse réduction du CIR récurrent perçu à l'infini.

		Ajustement du taux de marge d'EBITDA				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Maintien du CIR à ∞	0,0%	1,72	1,89	2,07	2,24	2,41
	25,0%	1,77	1,95	2,12	2,29	2,46
	50,0%	1,83	2,00	2,18	2,35	2,52
	75,0%	1,88	2,06	2,23	2,40	2,57
	100,0%	1,94	2,11	2,29	2,46	2,63

La combinaison des sensibilités opérationnelles conduit à une fourchette de valeur du titre Coheris comprise entre 1,61 € et 2,46 € selon le scénario considéré.

4.3.5 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSISERS

4.3.5.1 Principes et retraitements appliqués

La méthode des comparables boursiers est une méthode dite analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés sur des agrégats financiers anticipés. Dans le cas d'espèce, des ajustements sont nécessaires pour pouvoir l'appliquer aux agrégats du plan d'affaires de Coheris :

- la Société capitalise ses frais de R&D : la part des frais de R&D capitalisée chez les comparables boursiers n'étant pas homogène, les multiples bruts de VE/EBITDA ne sont pas utilisables. Nous les avons donc exclus des approches directes (multiples moyens et médians décotés) et retenu le taux de marge d'EBIT comme paramètre de régression pour limiter ce biais dans les approches statistiques.
- les échantillons de comparables retenus offrent des caractéristiques différentes de la Société en termes de risque financier, de taille et de taux de marge : pour permettre la prise en compte de ces différences, souvent significatives, nous avons mis en œuvre deux approches complémentaires :
 - l'application d'une décote aux multiples s'appuyant sur le différentiel de taux d'actualisation et de croissance à l'infini constaté entre la Société et les échantillons de multiple sectoriels²⁹ ;
 - des régressions statistiques des multiples sectoriels.

Compte tenu de ces ajustements, nous retenons la méthode des comparables à titre secondaire.

²⁹ Cf. Annexe 7.4

4.3.5.2 Échantillons de comparables boursiers retenus

Nous avons sélectionné un échantillon international de comparables boursiers opérant dans le secteur des logiciels CRM et Analytics/ IA & gouvernance des données détaillé en annexe 7.7 :

Société	Nationalité	Marge d'EBIT anticipée ⁽¹⁾				Capi. Boursière (en M€) ⁽²⁾	Vol 12 M	CAGR du CA ⁽¹⁾ 2018-2021
		2018	2019	2020	2021			
Coheris SA	France	8,5%	7,7%	9,5%	10,5%	11	35,0%	3,1%
Linedata Services SA	France	16,5%	16,8%	16,8%	17,5%	201	29,2%	0,5%
Dalet SA	France	4,8%	5,1%	6,0%	6,5%	43	26,1%	2,2%
Cegedim SA	France	7,1%	6,9%	8,1%	9,0%	358	35,5%	4,1%
Generix Group France SA	France	6,0%	8,8%	11,0%		102	27,6%	8,8%
Axway Software SA	France	8,2%	7,6%	9,7%	11,0%	270	31,8%	0,6%
SAP SE	Allemagne	29,0%	28,4%	29,7%	29,7%	138 604	24,9%	9,2%
Microsoft Corp	USA	31,8%	33,5%	33,8%	34,6%	881 745	25,7%	14,3%
Pharmagest Interactive SA	France	26,2%	27,1%	27,9%	27,9%	851	30,7%	8,0%
Prodware SA	France		11,3%	11,7%	11,5%	73	35,5%	1,3%
Moyenne = μ		16,2%	16,2%	17,2%	18,4%	113 583	29,7%	5,4%
Moyenne hors extrêmes = μ^*		16,2%	15,3%	16,4%	18,4%	20 066	29,5%	4,9%
Médiane = Me		12,3%	11,3%	11,7%	14,5%	270	29,2%	4,1%
Maximum		31,8%	33,5%	33,8%	34,6%	881 745	35,5%	14,3%
Minimum		4,8%	5,1%	6,0%	6,5%	43	24,9%	0,5%
Estimateur de l'écart-type = s		10,5%	10,1%	9,9%	10,1%	274 990	3,8%	4,6%
Coefficient de variation = Cv		65,0%	62,7%	57,5%	54,7%	2	12,8%	83,8%
Nb d'observations = n		8	9	9	8	9	9	9
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 90 %		7,0%	6,3%	6,1%	6,8%	170 452	2,4%	2,8%
Borne haute de l'estimation de la moyenne = $\mu + ME$		23,2%	22,5%	23,4%	25,2%	284 035	32,0%	8,3%
Borne basse de l'estimation de la moyenne = $\mu - ME$		9,1%	9,9%	11,1%	11,7%	(56 869)	27,3%	2,6%

(1) Source : consensus des analystes financiers

(2) sur la base du cours moyen 20 jours

4.3.5.3 Multiples sectoriels observés

Comparables boursiers en k€	CA				EBIT			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Agrégats	13 816	14 500	14 700	15 150	1 064	1 061	1 100	1 230
Multiples moyens								
Multiple	2,9 x	2,7 x	2,5 x	2,4 x	18,0 x	14,5 x	12,4 x	11,4 x
Décote de multiples	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%
VE	20 709	19 690	18 589	18 989	9 803	7 869	7 000	7 203
Multiples médians								
Multiple	1,5 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	17,4 x	14,3 x	11,6 x	10,0 x
Décote de multiples	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%	-48,8%
VE	10 749	10 324	9 669	9 771	9 505	7 750	6 555	6 329
Multiples régressés								
Volatilité 12 M	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
TMVA du CA (2018-2021)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Marge d'EBIT	0,6%	7,3%	7,5%	8,1%	0,6%	7,3%	7,5%	8,1%
R ²	97,2%	97,2%	97,2%	98,2%	91,8%	77,9%	81,5%	83,7%
Multiple	-0,4 x	0,7 x	0,5 x	0,7 x	15,3 x	11,0 x	8,7 x	8,3 x
VE	(5 236)	10 533	7 583	10 815	16 231	11 722	9 583	10 209

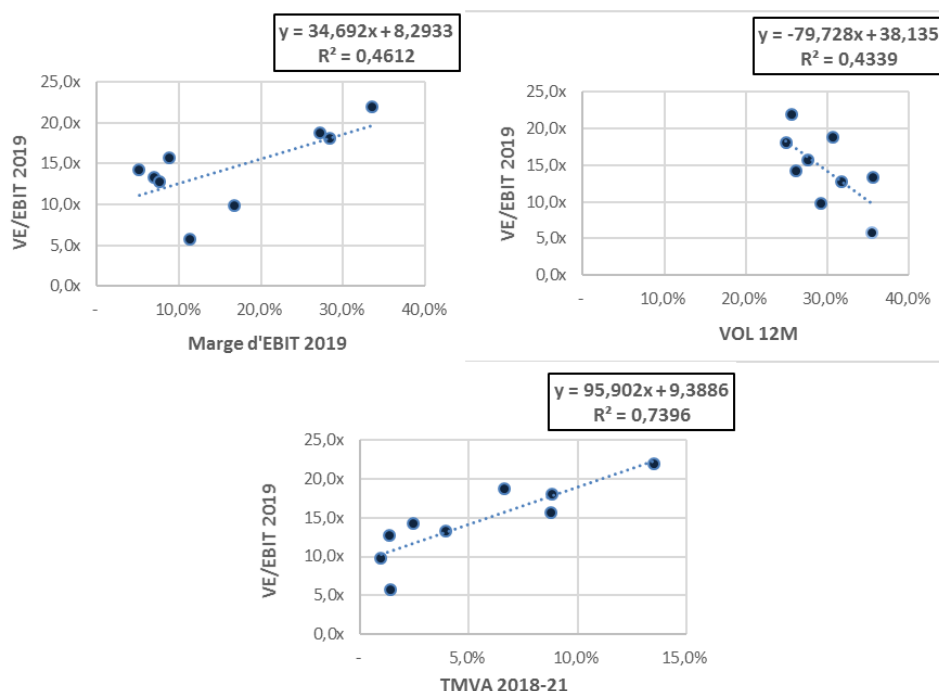
4.3.5.4 Régressions statistiques multifactorielles des multiples sectoriels

La méthode consistant à régresser statistiquement année par année les multiples boursiers observés permet de positionner le multiple applicable à la société sous revue de manière beaucoup plus fine qu'une simple moyenne, même ajustée d'une décote tenant compte d'un différentiel de risque, de croissance et/ou de taille.

Nous avons choisi de retenir deux régressions distinctes utilisant les paramètres suivants et qui extériorisent des coefficients de détermination³⁰ satisfaisants (fourchette comprise entre 78 % et 98 % selon la régression, l'année et le multiple considéré) :

- **Régression n°1** : régression multifactorielle du multiple de VE/CA par rapport :
 - au TMVA (ou CAGR) du chiffre d'affaires attendu sur la période 2018-2021, permettant de prendre en compte dans le multiple la valeur donnée par le marché à la croissance attendue des revenus,
 - à la marge d'EBIT, permettant de tenir compte (i) de la valeur donnée par le marché à la marge attendue, (ii) de redresser le biais lié à l'éventuelle capitalisation des frais de R&D et, (iii) de tenir compte de l'effet taille sur la valeur du fait de la corrélation observée entre la taille des sociétés comparables et leur marge d'EBIT (cf. §4.3.4.1) ;
- **Régression n°2** : régression multifactorielle du multiple de VE/EBIT par rapport aux deux paramètres utilisés dans la première régression, auxquels s'ajoute la volatilité du cours de bourse sur les 12 derniers mois. L'utilisation de ce dernier paramètre permet de tenir compte de la sensibilité du multiple aux risques financiers reflétés dans la variation des cours de bourse.

Illustration de l'approche par régression des multiples (les calculs exhaustifs sont présentés en annexe 7.5) :
Régression du multiple de VE/EBIT 2019 :



³⁰ Indicateur, compris en 0% et 100%, mesurant le pouvoir prédictif de la régression statistique. Un R² de 100 % indiquerait que les multiples issus de l'application de la régression correspondent très exactement aux multiples observés.

Régression du multiple de VE/EBIT 2019	VE/EBIT	Marge d'EBIT	Vol 12 M	TMVA CA 2018-2021	$\gamma^{\wedge}$	ϵ	ϵ / σ	$ \epsilon / \gamma^{\wedge} $
Moyenne	14,5x	16,2%	29,7%	5,3%	14,5x			
Ecart type	4,9x	10,8%	4,0%	4,4%	4,3x			
Coheris SA	5,8x	7,7%	35,0%	3,2%				
Linedata Services SA	9,8x	16,8%	29,2%	0,9%	11,3x	(1,5x)	(34,9%)	13,3%
Dalet SA	14,3x	5,1%	26,1%	2,4%	13,0x	1,3x	30,0%	10,0%
Cegedim SA	13,3x	6,9%	35,5%	3,9%	11,5x	1,8x	42,0%	15,7%
Generix Group France SA	15,7x	8,8%	27,6%	8,8%	17,4x	(1,7x)	(39,2%)	9,7%
Axway Software SA	12,8x	7,6%	31,8%	1,4%	10,6x	2,1x	49,3%	20,0%
SAP SE	18,0x	28,4%	24,9%	8,8%	18,9x	(0,8x)	(19,2%)	4,4%
Microsoft Corp	21,9x	33,5%	25,7%	13,5%	22,3x	(0,4x)	(9,4%)	1,8%
Pharmagest Interactive SA	18,8x	27,1%	30,7%	6,6%	15,6x	3,2x	75,0%	20,8%
Prodware SA	5,7x	11,3%	35,5%	1,4%	9,7x	(4,0x)	(93,6%)	41,4%

	TMVA CA 2018-2021	Vol 12 M	Marge d'EBIT	Cste
m_n	75,24	-28,03	3,18	18,29
SE_n	36,47	31,49	13,66	10,49
R^2	78%	2,90		
F	5,88	5,00		
SS_{reg}	148,61	42,13		
t	t	t	t	t
2,06	0,89	0,23	1,74	
4,70%	20,71%	41,24%	7,09%	

4.3.5.5 Résultats de l'approche

L'application des multiples moyens et médians sectoriels de VE/EBIT, après prise en compte d'une décote tenant compte du différentiel de risque financier et de croissance attendue entre la Société et l'échantillon de référence (cf. annexe 7.4) conduit à une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 6,3 m€ et 7,9 m€ (valeur centrale de 7,1 m€).

De la même façon, l'application des multiples régressés évoqués supra aux agrégats du plan d'affaires conduit à une fourchette de valeur d'entreprise moyenne comprise entre 7,6 m€ et 11,7 m€ (valeur centrale de 10,1 m€).

La moyenne des approches conduit à une fourchette de valeurs des capitaux propres comprise entre 11,7 m€ et 13,9 m€, soit une valeur du titre Coheris comprise entre 2,06 € et 2,44 € (valeur centrale de 2,26 € qui extériorise une prime de 1,6 % par rapport au prix de 2,30 € dividende attaché) et dont le calcul détaillé est présenté ci-dessous :

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
Multiplés moyens (VE/EBIT)	7 000	7 357	7 869
Multiplés médians (VE/EBIT)	6 329	6 878	7 750
Multiplés régressés (VE/CA et VE/EBIT)	7 583	10 074	11 722
Valeur d'entreprise retenue	6 971	8 103	9 114
Position financière nette	3 057	3 057	3 057
Autres éléments	1 708	1 708	1 708
Valeur des capitaux propres	11 735	12 868	13 878
Nombre d'action (dilué)	5 686	5 686	5 686
Valeur en € par action	2,06 €	2,26 €	2,44 €

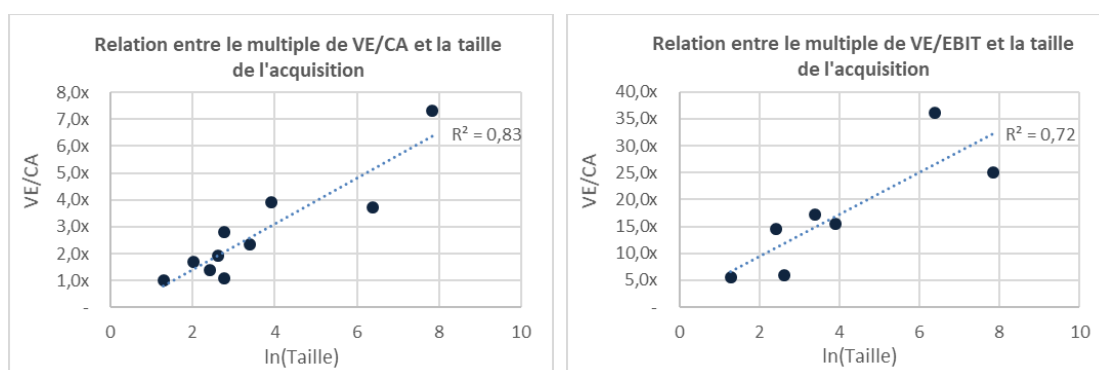
4.3.6 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES

4.3.6.1 Principes et retraitements appliqués

La méthode des transactions majoritaires est également une méthode analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant à prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Au cas présent, les biais relevés dans le cadre de l'application de la méthode des comparables boursiers restent valables à ceci près que les données financières disponibles sur les cibles des transactions relevées sont, en général, beaucoup plus limitées et moins fiables que celles disponibles pour les sociétés cotées. Dans ce cadre, nous avons appliqué les seuls multiples moyens et médians de VE/EBIT après prise en compte du différentiel de risque financier et de croissance anticipée estimé entre la Société et l'échantillon de transactions comparables. En raison de l'incertitude quant à la fiabilité des données et des ajustements opérés, nous retenons cette méthode à titre de recoupement.

Par ailleurs, nous avons détecté une corrélation significative entre les multiples de VE/CA et de VE/EBIT observés et la valeur des capitaux propres de la société acquise :



Dans ce contexte, nous avons également approché le multiple de transaction applicable en régressant le multiple de VE/EBIT par rapport à la taille de société. Le multiple régressé de VE/CA n'a pas été retenu, les informations disponibles ne permettant pas de tenir compte du niveau de marge de la Société dans la régression.

Les multiples obtenus étant des multiples passés, la méthode ne permet normalement pas la prise en compte d'agréats anticipés et donc du développement prévu par le plan d'affaires. Pour neutraliser partiellement ce biais, nous avons estimé les multiples applicables aux agrégats 2019 à 2021 du plan d'affaires en leur appliquant la variation moyenne observée entre les multiples moyens « n+1 » et les multiples moyens « n » des comparables boursiers.

Le détail des 11 transactions retenues et des multiples qui en découlent est présenté en annexe 7.6

4.3.6.2 Résultat de l'approche

Appliquée aux agrégats 2019 à 2022 du plan d'affaires, la méthode extériorise une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 7,4 m€ et 8,8 m€ (valeur centrale de 7,9 m€). Il en découle une valeur des capitaux propres comprise entre 12,1 m€ et 13,5 m€ qui induit une valeur du titre Coheris comprise entre 2,13 € et 2,38 € pour une valeur centrale de 2,23 € qui extériorise une prime de 3,1 % si on la compare au prix d'Offre de 2,30 € dividende attaché.

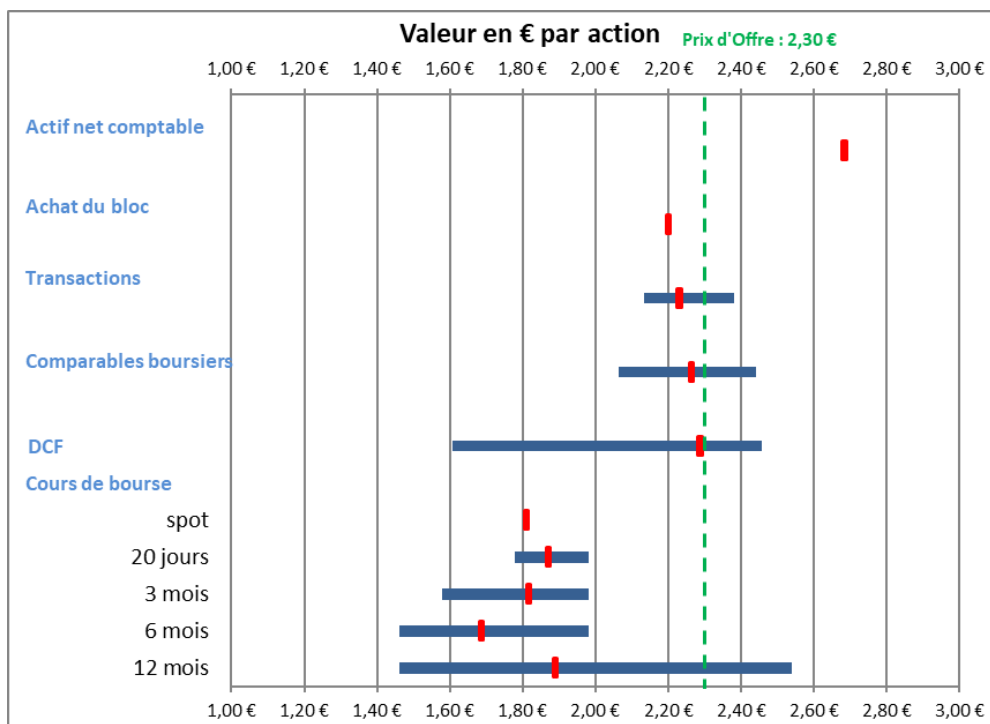
Transactions comparables en k€	EBIT			
	2018	2019	2020	2021
Agrégats	1 064	1 061	1 100	1 230
Multiples moyens				
Multiple de transaction	17,1 x	13,8 x	11,8 x	10,9 x
(vs comparables boursiers)	18,0 x	14,5 x	12,4 x	11,4 x
Décote de multiples	-41,9%	-41,9%	-41,9%	-41,9%
VE	10 572	8 486	7 549	7 767
Multiples médians				
Multiple de transaction	15,4 x	12,6 x	10,3 x	8,9 x
(vs comparables boursiers)	17,4 x	14,3 x	11,6 x	10,0 x
Décote de multiples	-41,9%	-41,9%	-41,9%	-41,9%
VE	9 525	7 766	6 569	6 342
Multiples régressés				
Taille (en m€)	13	13	13	13
R ²	72%	72%	72%	72%
Multiple de transaction	11,6 x	9,5 x	7,7 x	6,7 x
(vs comparables boursiers)	17,4 x	14,3 x	11,6 x	10,0 x
VE	12 330	10 052	8 503	8 209

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
Multiples moyens (VE/EBIT)	7 549	7 934	8 486
Multiples médians (VE/EBIT)	6 342	6 892	7 766
Multiples régressés (VE/EBIT)	8 209	8 922	10 052
Valeur d'entreprise retenue	7 367	7 916	8 768
Position financière nette	3 057	3 057	3 057
Autres éléments	1 708	1 708	1 708
Valeur des capitaux propres	12 131	12 681	13 533
Nombre d'action (dilué)	5 686	5 686	5 686
Valeur en € par action	2,13 €	2,23 €	2,38 €

Toutefois, les résultats issus de cette méthode doivent être relativisés compte tenu de la forte volatilité des multiples VE/EBIT relevés (coefficient de variation de 58 %) et donc d'un intervalle de confiance à 95 % correspondant à 54 % de la valeur moyenne qui, de ce fait, perd en pertinence. Par ailleurs, toutes les transactions retenues portent sur une majorité du capital de société acquises, ce qui implique que les multiples utilisés intègrent une prime de contrôle.

4.4 Synthèse des résultats des travaux d'évaluation

Le tableau suivant présente les fourchettes de valeurs de l'action Coheris auxquelles nous parvenons selon les différents critères et méthodes utilisés :



5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Invest Securities (ci-après l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les valeurs centrales et la fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes / Critères		Valeur par action au 21 mai 2019					
		Fourchette basse		Valeur centrale		Fourchette haute	
		Evaluateur	BM&A	Evaluateur	BM&A	Evaluateur	BM&A
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	1,48 €	1,46 €	1,88 €	1,89 €	2,54 €	2,54 €
	6 mois	nc	1,46 €	1,68 €	1,69 €	nc	1,98 €
	3 mois	nc	1,58 €	1,81 €	1,82 €	nc	1,98 €
	20 jours	nc	1,78 €	nc	1,87 €	nc	1,98 €
	spot	nc	1,81 €	1,81 €	1,81 €	nc	1,81 €
DCF		1,70 €	1,61 €	1,87 €	2,29 €	2,08 €	2,46 €
Comparables boursiers		1,48 €	2,06 €	2,03 €	2,26 €	2,39 €	2,44 €
Transactions comparables		nc	2,13 €	nc	2,23 €	nc	2,38 €
Achat du bloc				2,20 €	2,20 €		
Rachat d'actions				1,78 €	nc		
Actif net comptable				2,64 €	2,68 €		

Au préalable, nous constatons que l'Évaluateur et nous-mêmes avons présenté les mêmes approches (cours de bourse, DCF, comparables boursiers, et achat du bloc du 28 mai 2019) à l'exception de la méthode des transactions comparables, présentée par l'Évaluateur mais non mise en œuvre.

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 NOMBRE DE TITRES

Nombre d'action (en k)	BM&A	Evaluateur
Nombre d'actions composant le capital	5 685,6	5 685,6
Actions auto-détenues au 31/12/2018	(468,5)	(468,5)
AGA attribuées aux managers	153,8	153,8
Total pré-Opération	5 370,9	5 370,9

L'évaluateur retient un nombre total d'actions inscrites à la cote, un nombre de titre auto-détenus et un nombre de titres distribué sous forme d'actions gratuites aux managers identique à celui retenu dans nos travaux.

Nous avons cependant choisi d'anticiper l'apport des titres auto-détenus à l'Offre et distribution des actions gratuites, soit de retenir un nombre d'actions en circulation égal au nombre total d'actions inscrites à la cote. Cette option a été compensée, dans nos travaux, par l'ajustement de la trésorerie à fin décembre 2018 pour tenir compte du produit généré par l'apport à l'Offre des titres auto-détenus non distribués sous la forme d'actions gratuites.

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

Éléments de passage de la VE à la VCP (k€)	BM&A	Évaluateur
Dette financière	(740)	(740)
Disponibilités et équivalents	3 797	3 797
Position financière nette	3 057	3 057
Provisions pour R&C	(103)	(103)
Provisions pour retraites	(399)	(399)
Actifs financiers	153	283
Déficits fiscaux indéfiniment reportables	1 342	562
Apport des actions auto-détenues à l'Offre	714	-
Autres éléments	1 708	343
Total	4 765	3 400

Les éléments de passage de la VE à la VCP retenus par l'Évaluateur diffèrent de ceux retenus dans nos travaux sur les points suivants :

- l'Évaluateur tient compte des actifs financiers au bilan (dépôts et garanties liés aux locations immobilières et au contrat de tenue de marché), alors que nous ne retenons que la part correspondant au contrat de tenue de marché ;
- l'Évaluateur tient compte de 560 k€ au titre des impôt différés actifs liés à des reports déficitaires dont l'imputation est probable sur les trois prochains exercices (cf. rapport financier Coheris à fin 2018). Nous avons préféré simuler une imputation de reports déficitaires cohérente avec les prévisions du plan d'affaires prolongé jusqu'en 2028 utilisé dans le cadre de la méthode DCF. Cette simulation conduit à une valeur présente du stock de 8,5 m€ de déficits fiscaux indéfiniment reportables de 1,3 m€.
- l'Évaluateur retraitant les titres auto-détenus ajusté des actions gratuites distribuées de son nombre de d'action de référence, il ne tient pas compte de leur valeur dans les éléments passage de la VE à la VCP. Nous avons retenu l'option inverse comme détaillé §5.1.1 supra.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.2.1 RÉFÉRENCE AUX TRANSACTIONS RECENTES SUR LE CAPITAL

Sans surprise, la référence constituée par le prix de cession du bloc de 17,98 % auprès de DevFactory est identique pour l'Évaluateur et nous-mêmes et n'appelle pas de commentaire de notre part.

Par ailleurs, l'Évaluateur présente le prix moyen de 1,78 € auquel des actions Coheris ont été rachetées par la Société durant le second semestre 2018. Cette référence ne nous a pas semblé pertinente du fait du temps écoulé depuis cette transaction et de l'intégration de ces transactions dans l'analyse du cours de bourse.

5.2.2 COURS DE BOURSE

Nous constatons des écarts non significatifs entre les données reprises par l'Évaluateur et nous même, ce dernier présentant des cours moyens journaliers pondérés par les volumes alors que nous préféré indiquer des cours de clôture pondérés par les volumes.

5.2.3 ACTUALISATION DE FLUX DE TRÉSORERIE (DCF)

5.2.3.1 Flux actualisés

A titre liminaire nous précisons, qu'à la différence de nos travaux, ceux de l'Évaluateur n'ont pas pu se baser sur les prévisions du management qui ne sont pas publiques.

S'agissant du DCF l'Évaluateur a choisi, comme nous, de prolonger le plan d'affaires jusqu'en 2028 ce qui lui permet de modéliser un remplacement progressif des licences *on premise* par des licences *cloud*. Cette hypothèse se traduit dans les travaux de l'Évaluateur par un recul du chiffre d'affaires sur la période 2019-2022 suivi d'une reprise à un rythme croissant sur la période 2023-2028 qui s'achève sur un taux de croissance de 8,4 %, assez éloigné de l'hypothèse de croissance l'infini retenue par l'Évaluateur de 1,5 %. Au final, le chiffre d'affaires 2028 extériorisé par cette approche ressort proche de celui issu de notre modélisation (cf. 3.3.1).

S'agissant de la marge d'EBITDA (hors CIR et R&D activée), elle ressort logiquement négative jusqu'en 2025 avant un retour à la rentabilité sur la période 2026-2028. Le niveau de marge 2028 retenu par l'Évaluateur ressort proche du minimum prévu chez les comparables boursiers en 2021 et supérieur à l'objectif du management à cette même date, compensant partiellement les sept années de pertes qui précèdent.

S'agissant du CIR, l'Évaluateur retient une hypothèse de maintien du montant remboursé légèrement inférieur à l'hypothèse de management et stable toute la période comme à l'infini.

Le niveau d'investissement (hors capitalisation de la R&D) ressort stable sur l'horizon du plan et très proche de l'hypothèse du management.

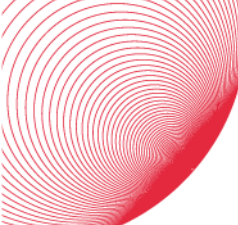
En cohérence avec l'évolution du rythme de remplacement de licences *on premise* par des licences *cloud* qu'il anticipe, l'évaluateur prévoit une croissance de besoin en fonds de roulement plus tardif que celui que nous avons modélisé dans nos travaux.

S'agissant de l'application de la méthode en elle-même : L'Évaluateur actualise ses flux au 1^{er} janvier 2019, alors que nous avons retenu un démarrage de l'actualisation à fin mai 2019.

5.2.3.2 Taux d'actualisation

Taux d'actualisation retenus	BM&A Hors dette	Evaluateur Hors dette
Bêta de l'actif économique : β_U	1,11	1,00
Levier cible $L_e = DN / VFP$	-	-
Bêta avec levier : β_L	1,11	1,00
Taux sans risque	0,25%	0,32%
Prime de risque actions	8,94%	6,48%
Prime de risque MEDAF	5,60%	nc
Prime d'illiquidité	-	-
Prime Small Cap	2,46%	3,67%
Prime spécifique pour risque de réalisation	2,12%	-
Coût des fonds propres	14,36%	10,47%

D'un point de vue méthodologique, l'Évaluateur retient une approche comparable à la nôtre en calculant un coût des fonds propres à endettement nul s'appuyant sur le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). La principale différence méthodologique entre les travaux de l'Évaluateur et les nôtres se trouve dans l'ajustement de la prime de risque utilisée dans le cadre du MEDAF. L'Évaluateur ne faisant pas mention d'un bêta, nous considérons qu'il a appliqué un bêta neutre à la totalité de la prime de risque de marché, alors que nous avons appliqué un bêta de 1,11 à la seule composante purement MEDAF (systématique/non diversifiable) de la prime de risque de marché.



Nous rationalisons les écarts entre le calcul de l'Évaluateur et le nôtre de la manière suivante :

- l'écart observé sur les taux sans risque retenus (0,32 % chez l'Évaluateur contre 0,25 % pour nos travaux) s'explique par une référence différente, l'OAT 10 ans pour l'Évaluateur et un taux hybride zone euro³¹ dans notre approche.
- la prime de risque de marché source Factset de 6,48% utilisée ressort relativement proche de celle que nous aurions appliqué avec un bêta neutre en l'absence de risque de prévision³². Nous considérons cette approche comme justifiée au vu des hypothèses prudentes retenue par l'Évaluateur dans la construction de ses flux.
- la prime de taille de 3,67 % estimée sur la base des statistiques historiques américaines produites par le cabinet Duff & Phelps, ressort supérieure à notre référence calculée *ex-ante* par Fairness Finance sur les sociétés de la zone euro (2,46 %). Nous confirmons cependant que le niveau calculé par Duff & Phelps est cohérent avec les calculs réalisés Fairness Finance sur le marché américain (3,49 % pour une société de 200 m\$ de capitalisation boursière à fin mai 2019), et ressort significativement inférieure à celle qu'on aurait pu estimer avec les données Fairness Finance pour une société de la taille de Coheris cotée aux Etats-Unis (5,22% à fin mai 2019) ;
- Contrairement à nous, l'Évaluateur n'a pas intégré au taux une prime supplémentaire couvrant les risques d'exécution du plan d'affaires. Comme précisé supra, cette approche nous semble justifiée par les hypothèses prudentes retenues dans la constitution des flux.

5.2.3.3 Année terminale

L'Évaluateur n'a pas reconstitué une descente de cash-flow d'exploitation exhaustive pour estimer le cash-flow normatif qui sera projeté à l'infini et a préféré s'appuyer sur le cash-flow anticipé en 2028, augmenté d'une année de croissance au taux de 1,5% retenu à l'infini. Cette approche est méthodologiquement correcte sous réserve que l'année 2028 retenue soit bien normative, notamment au niveau des amortissements qui ne doivent pas être supérieurs aux investissements

L'hypothèse de marge retenue par l'Évaluateur en 2028 ressort supérieure à celle issue des prévisions du management, tenant par-là compte de synergies futures apportées par l'Initiateur (développement des ventes à l'international notamment). Ces synergies arrivent cependant tardivement dans le modèle et ne suffisent pas à compenser les pertes des sept premières années du plan, dont l'impact est accentué par l'actualisation des flux.

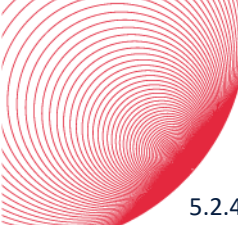
5.2.3.4 Conclusion

Globalement, l'Évaluateur retient une modélisation et des hypothèses de calcul des flux de trésorerie attendus beaucoup plus prudentes que celles du management, mais compense cette approche par un taux d'actualisation plus faible que celui que nous avons appliqué.

Sur la base des éléments évoqués supra, l'Évaluateur valorise le titre Coheris dans une fourchette comprise entre 1,71 € et 2,08 € (valeur centrale 1,87 €), inférieure à notre fourchette de valorisation par la même méthode (2,17 € - 2,43 €, abstraction faite des sensibilités opérationnelles).

³¹ Moyenne des taux de rendement à 10 ans des emprunts d'Etats de la zone euro notés AA et mieux pondérée par leur poids dans le PIB de la zone.

³² La somme de la prime de risque MEDAF Fairness Finance (5,6 %), de la prime de risque de défaut applicable au marché dans son ensemble (0,9 %) et de la prime de risque AAA permettant de tenir compte de l'écart de rendement entre les rendements des emprunts d'Etats et celui demandé pour des obligations *corporate* sans risque (0,29%) ressort à 6,8 %.



5.2.4 COMPARABLES BOURSIERS

5.2.4.1 Échantillons de comparables boursiers retenus :

L'Évaluateur a choisi de constituer un échantillon ciblé de 7 éditeurs de logiciels français, en tenant compte de leur taille (capitalisation boursière inférieure à 500 m€) de leur profil de croissance et de rentabilité.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu deux des sociétés sélectionnées par l'Évaluateur³³ mais avons élargi notre échantillon en sélectionnant des comparables internationaux et de taille plus importante sous réserve qu'ils opèrent dans le secteur du CRM ou de la *business intelligence*, biais que nous avons redressé en tenant compte d'une décote (cf. annexe 7.4) et en adoptant, parallèlement, une approche par régressions multiples.

5.2.4.2 Application de la méthode

Dans ses travaux, l'Évaluateur a retenu une approche classique consistant à appliquer des multiples sectoriels de VE/CA 2019 et 2020 et de VE/EBIT 2019 moyens aux agrégats prévus dans son plan d'affaires. Afin de prendre en compte la différence de taille entre la Société et ses comparables, il a appliqué une décote basée sur l'abaque d'Eric-Eugène Grena qui ressort à 20,4 %. Cette décote est moins importante que celle que nous avons appliquée, notamment en raison d'un différentiel de taille plus faible entre l'échantillon de l'Évaluateur et la Société.

Pour notre part, nous avons opté pour une approche différente en retenant un échantillon plus large et en ajustant les multiples obtenus pour tenir compte des caractéristiques de Coheris (risque financier, croissance et taille notamment).

Au-delà de cette différence méthodologique, les approches retenues diffèrent sur les points suivants :

- L'Évaluateur a appliqué la méthode aux agrégats 2019 et 2020 du plan d'affaires alors que nous avons utilisé les agrégats des exercices 2019 à 2021,
- L'Évaluateur applique le multiple de VE/ EBIT seulement sur l'agrégat 2019, dans la mesure où l'EBIT 2020 de la Société est négatif selon l'approche adoptée par l'Évaluateur,
- La valeur d'entreprise à laquelle l'Évaluateur aboutit est égale à la moyenne des valeurs calculées par l'application des multiples VE/CA 2019-2020, et du multiple VE/EBIT 2019. La valeur d'entreprise que nous calculons représente la moyenne des valeurs issues de l'application des multiples moyens VE/EBIT 2019-2021, des multiples médians VE/EBIT 2019-2021, et des multiples régressés VE/EBIT 2019-2021 et VE/CA 2019-2021.

L'approche de l'Évaluateur valorise le titre Coheris dans une fourchette comprise entre 1,48 € et 2,39 € (valeur centrale de 2,03 €), inférieure à la fourchette de qui ressort de nos travaux (2,06 € - 2,44 €, pour une valeur centrale de 2,26 €).

5.2.5 TRANSACTIONS COMPARABLES

L'Évaluateur retient un échantillon de transactions comparables récentes de 3 références, dans le secteur des éditeurs de logiciels de CRM opérant en France. Après avoir émis les mêmes réserves sur la méthode que celles que nous présentons §4.3.6, l'Évaluateur indique qu'il n'a pas pu l'appliquer à Coheris en l'absence de données suffisantes disponibles pour ces trois transactions.

5.2.6 ACTIF NET COMPTABLE

L'Évaluateur calcule un actif net comptable par action à fin 2018 de 2,64 € (non retenu dans ses méthodes d'évaluation), inférieur aux 2,69 € que nous calculons du fait d'un nombre d'actions de référence différent.

³³ Itesoft non suivie et Cast présentant une rentabilité négative en 2018 et 2019

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Coheris auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 2,30 € par action, dividende attaché, proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	1,46 €	1,89 €	2,54 €	21,8%
	6 mois	1,46 €	1,69 €	1,98 €	36,3%
	3 mois	1,58 €	1,82 €	1,98 €	26,7%
	20 jours	1,78 €	1,87 €	1,98 €	22,9%
	spot	1,81 €	1,81 €	1,81 €	27,1%
DCF		1,61 €	2,29 €	2,46 €	0,6%
Comparables boursiers		2,06 €	2,26 €	2,44 €	1,6%
Transactions comparables		2,13 €	2,23 €	2,38 €	3,1%
Achat du bloc			2,20 €		4,5%
Actif net comptable			2,68 €		-14,3%

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur le prix proposé pour l'acquisition du bloc le 21 mai 2019, le cours de bourse de la Société, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), ainsi que les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables à titre secondaire.

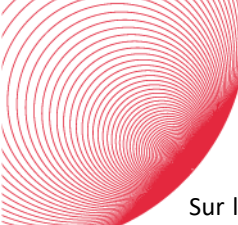
La référence à l'actif net comptable (ANC) est présentée à titre d'information. Au cas d'espèce, bien que la valeur par action de l'ANC ressorte supérieure au prix d'Offre, nous considérons qu'elle n'est pas représentative de la valeur de marché de la Société à la date de réalisation de nos travaux.

S'agissant des approches retenues, nous relevons tout d'abord que le prix d'Offre proposé extériorise des primes pour toutes les méthodes, y compris par référence au prix d'achat du bloc de 17,98 % auprès de DevFactory, à la suite du rehaussement du prix d'Offre de 2,20 € à 2,30 € par action, dividende attaché. Compte tenu de sa taille et bien qu'il s'agisse d'une transaction sur un bloc minoritaire, celle-ci nous semble constituer une référence de valeur, située probablement en haut de fourchette eu égard aux tentatives de recherche d'investisseurs menées antérieurement par la Société.

Les valeurs pertinentes ressortant de l'analyse du cours de bourse avant annonce de l'opération sont comprises entre 1,82 € (moyenne 3 mois) et 1,87 € (cours moyen 20 jours), faisant ressortir des primes comprises entre 22,9 % et 26,7 %.

Les méthodes d'évaluation intrinsèque et analogiques, qui reposent sur un plan d'affaires volontariste dans la mesure où il anticipe la réussite du passage du modèle de licences *on premise* à celui de licences *cloud* et un retour à une rentabilité conforme aux standards du secteur. Elles conduisent à des valeurs centrales cohérentes entre-elles sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes de 0,6 % à 3,1 %.

Enfin, les analyses relatives aux contrats conclus avec l'Initiateur dans le cadre du réinvestissement proposé au management n'ont pas révélé, selon nous, d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.



Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 2,30 € par action Coheris dividende attaché (soit 2,27 € dividende détaché) proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 18 juillet 2019

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal
Associé

Stéphane Marande
Senior Manager

7. ANNEXES

7.1 Bêtas sectoriels de l'échantillon de comparables boursiers

Calcul du bêta hors dette	Taux d'impôt	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en M ⁽²⁾	V(Mino.) en M ⁽³⁾	DFN (T) en M ⁽³⁾	Levier ⁽⁴⁾	β hors dette
Coheris SA	25,8%	0,95	16,3%	CAC SMALL	10,6	-	(4,0)	(37,6%)	1,52
Linedata Services SA	25,8%	0,80	19,4%	CAC SMALL	200,7	-	77,9	38,8%	0,62
Dalet SA	25,8%	0,54	6,1%	CAC ALL-SHARE	43,2	0,0	(2,0)	(4,7%)	0,57
Cegedim SA	25,8%	1,51	46,5%	CAC SMALL	357,8	0,4	108,0	30,1%	1,24
Generix Group France SA	25,8%	0,58	9,4%	CAC SMALL	102,3	5,6	7,2	6,7%	0,56
Axway Software SA	25,8%	1,09	23,1%	CAC MID & SMALL	269,8	0,0	10,2	3,8%	1,06
SAP SE	30,0%	1,10	58,5%	HDAX INDEX	138 604,0	155,6	3 051,0	2,2%	1,08
Microsoft Corp	27,0%	1,04	55,5%	S&P 500	881 744,8	-	(33 752,9)	(3,8%)	1,09
Pharmagest Interactive SA	25,8%	0,98	26,2%	CAC SMALL	851,5	24,8	(12,2)	(1,4%)	0,99
Prodware SA	25,8%	1,11	23,0%	CAC SMALL	73,2	0,1	58,3	79,5%	0,70
Moyenne		0,97	29,7%		113 583	21	(3 384)	16,8%	0,88
Médiane		1,04	23,1%		270	0	10	3,8%	0,99
Moyenne pondérée par les R²		1,09							1,00

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 21/05/2019

(3) Dernière valeur publiée

(4) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Fourchette basse 0,23

Bêta moyen 0,65

Fourchette haute **1,11**

7.2 Références de taux d'actualisation et de croissance à l'infini relevées chez les analystes financiers

Notes de brokers	Date	Taux d'actualisation	taux de croissance à l'infini
Prodware SA		8,7%	1,0%
Arrowhead Bid	2-janv.-19	8,7%	1,0%
Linedata Services SA		8,3%	1,0%
Gilbert Dupont	24-avr.-19	8,7%	nc
Portzamparc	17-juil.-18	8,0%	1,0%
Cegedim SA		9,0%	nc
Kepler Cheuvreux	16-mai-19	9,0%	nc
Axway Software SA		10,0%	2,0%
Société Générale	18-avr.-19	10,0%	2,0%
SAP SE		8,2%	2,3%
Kepler Cheuvreux	13-mai-19	8,2%	nc
Banco Santander	9-mai-19	9,2%	2,5%
Société Générale	9-mai-19	8,5%	2,5%
JP Morgan	8-mai-19	7,0%	2,0%
Oracle Corp		8,3%	1,8%
RBC Capital Markets	15-mars-19	8,0%	1,5%
Macquarie Research	15-mars-19	8,6%	2,0%
Microsoft Corp		9,4%	3,8%
Crédit Suisse	26-mai-19	8,7%	4,0%
Macquarie Research	26-avr.-19	10,0%	3,5%
Mediane		8,7%	1,9%
Moyenne		8,8%	2,0%
Ecart-type		0,7%	1,0%
Nombre d'observations		7	6
Intervalle de confiance à 95%		0,6%	1,1%
Fourchette basse		8,1%	0,8%
Fourchette haute		9,3%	2,9%

7.3 Volatilités sectorielles

Volatilité	au 21/05/2019							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Linedata Services SA	32,09%	26,10%	26,92%	29,18%	27,80%	29,57%	29,52%	27,66%
Dalet SA	38,46%	29,00%	28,22%	26,12%	29,59%	30,98%	34,13%	33,63%
Cegedim SA	26,04%	23,98%	29,76%	35,54%	31,18%	32,07%	33,45%	33,16%
Generix Group France SA	25,73%	28,86%	27,94%	27,62%	27,45%	25,89%	26,83%	30,80%
Axway Software SA	20,78%	40,50%	38,60%	31,80%	31,24%	29,26%	28,72%	28,30%
SAP SE	46,94%	29,87%	25,34%	24,89%	21,06%	19,60%	20,70%	20,77%
Microsoft Corp	25,18%	18,25%	26,67%	25,66%	23,90%	21,65%	23,09%	23,17%
Pharmagest Interactive SA	24,57%	24,81%	29,32%	30,68%	28,86%	27,54%	27,91%	27,18%
Prodware SA	30,62%	37,12%	39,79%	35,52%	33,69%	32,65%	34,31%	34,74%
Coheris SA	38,22%	37,74%	34,43%	35,03%	34,12%	33,78%	32,56%	33,15%
Moyenne	30,05%	28,72%	30,28%	29,67%	28,31%	27,69%	28,74%	28,82%
Moyenne hors extrêmes	28,96%	28,53%	29,63%	29,51%	28,57%	28,14%	29,09%	29,13%
Médiane	26,04%	28,86%	28,22%	29,18%	28,86%	29,26%	28,72%	28,30%

7.4 Appréciation de la décote applicable aux multiples des méthodes analogiques

La formule que nous retenons se déduit de celle de Gordon-Shapiro pour 1 unité monétaire de cash-flow :

1/ Formule générale de la décote :

$$V_E \times (1 + D) = V_S$$

$$D = \frac{V_S}{V_E} - 1$$

2/ Formule de rente à l'infini de Gordon Shapiro :

$$V = \frac{CF_{n+1}}{T - g}$$

3/ Alors, pour un 1 UM de cash-flow :

$$D = \frac{\frac{1}{T_S - g_S}}{\frac{1}{T_E - g_E}} - 1$$

Soit

$$D = \frac{T_E - g_E}{T_S - g_S} - 1$$

Où

- V_E est la valeur issue des multiples moyens de l'échantillon ;
- D La décote recherchée ;
- V_S la valeur de la société ajustée pour tenir compte du différentiel de risque ;
- T_E Le coût du capital de l'échantillon de comparables ;
- g_E le taux de croissance à l'infini anticipé pour l'échantillon de comparables ;
- T_S Le coût du capital calculé pour la société (y compris effet taille) ;
- g_E le taux de croissance à l'infini anticipé pour l'échantillon de comparables ;

7.5 Régressions statistiques multifactorielles des multiples boursiers

Multiple de VE/CA :

Régression du multiple de VE/CA 2018	VE/CA	Marge d'EBIT	TMVA CA 2018-2021	γ^A	ϵ / σ	$ \epsilon / \gamma^A $
Moyenne	2,9x	16,2%	5,8%	3,2x		
Ecart type	2,9x	11,2%	4,4%	2,9x		
Coheris SA	0,5x	8,5%	3,2%			
Linedata Services SA	1,6x	16,5%	0,9%	2,1x	(14,8%)	21,1%
Dalet SA	0,7x	4,8%	2,4%	0,2x	16,9%	201,0%
Cegedim SA	1,0x	7,1%	3,9%	1,0x	(2,6%)	7,4%
Generix Group France SA	1,5x	6,0%	8,8%	2,0x	(17,6%)	25,4%
Axway Software SA	1,0x	8,2%	1,4%	0,6x	12,9%	63,8%
SAP SE	5,7x	29,0%	8,8%	6,4x	(23,8%)	11,0%
Microsoft Corp	8,6x	31,8%	13,5%	8,1x	19,9%	7,3%
Pharmagest Interactive SA	5,6x	26,2%	6,6%	5,3x	9,1%	5,1%

Régression du multiple de VE/CA 2019	VE/CA	Marge d'EBIT	TMVA CA 2018-2021	γ^A	ϵ / σ	$ \epsilon / \gamma^A $
Moyenne	2,7x	16,2%	5,3%	2,7x		
Ecart type	2,5x	10,8%	4,4%	2,5x		
Coheris SA	0,4x	7,7%	3,2%			
Linedata Services SA	1,7x	16,8%	0,9%	2,0x	(15,5%)	18,8%
Dalet SA	0,7x	5,1%	2,4%	0,2x	20,3%	216,9%
Cegedim SA	0,9x	6,9%	3,9%	0,8x	5,4%	17,1%
Generix Group France SA	1,4x	8,8%	8,8%	1,9x	(21,8%)	27,9%
Axway Software SA	1,0x	7,6%	1,4%	0,5x	19,6%	98,9%
SAP SE	5,1x	28,4%	8,8%	5,4x	(10,9%)	5,0%
Microsoft Corp	7,3x	33,5%	13,5%	7,1x	11,3%	4,0%
Pharmagest Interactive SA	5,1x	27,1%	6,6%	4,8x	11,8%	6,1%
Prodware SA	0,6x	11,3%	1,4%	1,2x	(20,4%)	43,7%

Régression du multiple de VE/CA 2020	VE/CA	Marge d'EBIT	TMVA CA 2018-2021	γ^A	ϵ / σ	$ \epsilon / \gamma^A $
Moyenne	2,5x	17,2%	5,3%	2,5x		
Ecart type	2,3x	10,5%	4,4%	2,2x		
Coheris SA	0,4x	9,5%	3,2%			
Linedata Services SA	1,6x	16,8%	0,9%	1,9x	(12,8%)	15,0%
Dalet SA	0,7x	6,0%	2,4%	0,2x	23,7%	288,5%
Cegedim SA	0,9x	8,1%	3,9%	0,7x	7,4%	23,1%
Generix Group France SA	1,3x	11,0%	8,8%	1,8x	(22,6%)	28,2%
Axway Software SA	1,0x	9,7%	1,4%	0,7x	11,4%	36,2%
SAP SE	4,7x	29,7%	8,8%	5,1x	(14,1%)	6,2%
Microsoft Corp	6,6x	33,8%	13,5%	6,3x	13,0%	4,6%
Pharmagest Interactive SA	4,8x	27,9%	6,6%	4,5x	12,3%	6,1%
Prodware SA	0,6x	11,7%	1,4%	1,1x	(18,4%)	39,2%

Régression du multiple de VE/CA 2021	VE/CA	Marge d'EBIT	TMVA CA 2018-2021	γ^A	ϵ / σ	$ \epsilon / \gamma^A $
Moyenne	2,4x	18,4%	4,9%	2,4x		
Ecart type	1,9x	10,6%	191,0%	1,9x		
Coheris SA	0,4x	10,5%	3,2%			
Linedata Services SA	1,6x	17,5%	0,9%	1,7x	(7,9%)	8,9%
Dalet SA	0,7x	6,5%	2,4%	0,4x	15,7%	78,2%
Cegedim SA	0,9x	9,0%	3,9%	1,0x	(5,2%)	10,5%
Axway Software SA	0,9x	11,0%	1,4%	0,9x	3,3%	7,3%
SAP SE	4,4x	29,7%	8,8%	4,6x	(12,4%)	5,2%
Microsoft Corp	5,9x	34,6%	13,5%	6,0x	(5,0%)	1,6%
Pharmagest Interactive SA	4,6x	27,9%	6,6%	4,1x	27,8%	13,3%
Prodware SA	0,6x	11,5%	1,4%	0,9x	(16,2%)	33,3%

	TMVA CA 2018-2021	Marge d'EBIT	Cste
m_n	24,92	18,76	-1,27
SE_n	6,70	2,63	0,40
R^2	97%	0,59	
F	86,42	5,00	
SS_{reg}	60,78	1,76	
t	t	t	t
	3,72	7,14	3,18
	0,69%	0,04%	1,23%

	TMVA CA 2018-2021	Marge d'EBIT	Cste
m_n	16,54	17,64	-1,08
SE_n	5,62	2,28	0,31
R^2	97%	0,49	
F	102,31	6,00	
SS_{reg}	48,71	1,43	
t	t	t	t
	2,94	7,72	3,51
	1,29%	0,01%	0,64%

	TMVA CA 2018-2021	Marge d'EBIT	Cste
m_n	11,57	17,46	-1,15
SE_n	5,19	2,17	0,29
R^2	97%	0,43	
F	105,37	6,00	
SS_{reg}	39,87	1,14	
t	t	t	t
	2,23	8,06	3,96
	3,38%	0,01%	0,37%

	TMVA CA 2018-2021	Marge d'EBIT	Cste
m_n	14,42	14,32	-0,90
SE_n	5,82	2,41	0,27
R^2	98%	0,34	
F	135,68	5,00	
SS_{reg}	31,72	0,58	
t	t	t	t
	2,48	5,94	3,30
	2,80%	0,10%	1,07%

Multiple de VE/EBIT :

Régression du multiple de VE/EBIT 2018	VE/EBIT	Marge d'EBIT	Vol 12 M	TMVA CA 2018-2021	Y [^]	ε	ε / σ	ε / Y [^]
Moyenne	18,0x	16,2%	28,9%	5,8%	18,0x			
Ecart type	6,3x	11,2%	3,6%	4,4%	6,1x			
Coheris SA	5,4x	8,5%	35,0%	3,2%				
Linedata Services SA	9,8x	16,5%	29,2%	0,9%	10,5x	(0,7x)	(10,7%)	6,2%
Dalet SA	15,3x	4,8%	26,1%	2,4%	14,8x	0,5x	8,2%	3,4%
Cegedim SA	13,5x	7,1%	35,5%	3,9%	15,5x	(2,0x)	(33,0%)	12,9%
Generix Group France SA	25,3x	6,0%	27,6%	8,8%	24,1x	1,2x	19,8%	5,0%
Axway Software SA	12,0x	8,2%	31,8%	1,4%	12,0x	0,0x	0,0%	0,0%
SAP SE	19,5x	29,0%	24,9%	8,8%	21,4x	(1,8x)	(30,1%)	8,6%
Microsoft Corp	27,2x	31,8%	25,7%	13,5%	28,0x	(0,8x)	(13,5%)	2,9%
Pharmagest Interactive SA	21,3x	26,2%	30,7%	6,6%	17,7x	3,6x	59,3%	20,4%

	TMVA CA 2018-2021	Vol 12 M	Marge d'EBIT	Cste
m _n	152,46	-13,50	-13,95	15,31
SE _n	28,77	29,49	10,77	9,50
R ²	92%	2,40		
F	14,89	4,00		
SS _{reg}	257,98	23,10		
t	t	t	t	t
	5,30	0,46	1,29	1,61
	0,30%	33,54%	13,25%	9,11%

Régression du multiple de VE/EBIT 2019	VE/EBIT	Marge d'EBIT	Vol 12 M	TMVA CA 2018-2021	Y [^]	ε	ε / σ	ε / Y [^]
Moyenne	14,5x	16,2%	29,7%	5,3%	14,5x			
Ecart type	4,9x	10,8%	4,0%	4,4%	4,3x			
Coheris SA	5,8x	7,7%	35,0%	3,2%				
Linedata Services SA	9,8x	16,8%	29,2%	0,9%	11,3x	(1,5x)	(34,9%)	13,3%
Dalet SA	14,3x	5,1%	26,1%	2,4%	13,0x	1,3x	30,0%	10,0%
Cegedim SA	13,3x	6,9%	35,5%	3,9%	11,5x	1,8x	42,0%	15,7%
Generix Group France SA	15,7x	8,8%	27,6%	8,8%	17,4x	(1,7x)	(39,2%)	9,7%
Axway Software SA	12,8x	7,6%	31,8%	1,4%	10,6x	2,1x	49,3%	20,0%
SAP SE	18,0x	28,4%	24,9%	8,8%	18,9x	(0,8x)	(19,2%)	4,4%
Microsoft Corp	21,9x	33,5%	25,7%	13,5%	22,3x	(0,4x)	(9,4%)	1,8%
Pharmagest Interactive SA	18,8x	27,1%	30,7%	6,6%	15,6x	3,2x	75,0%	20,8%
Prodware SA	5,7x	11,3%	35,5%	1,4%	9,7x	(4,0x)	(93,6%)	41,4%

	TMVA CA 2018-2021	Vol 12 M	Marge d'EBIT	Cste
m _n	75,24	-28,03	3,18	18,29
SE _n	36,47	31,49	13,66	10,49
R ²	78%	2,90		
F	5,88	5,00		
SS _{reg}	148,61	42,13		
t	t	t	t	t
	2,06	0,89	0,23	1,74
	4,70%	20,71%	41,24%	7,09%

Régression du multiple de VE/EBIT 2020	VE/EBIT	Marge d'EBIT	Vol 12 M	TMVA CA 2018-2021	Y [^]	ε	ε / σ	ε / Y [^]
Moyenne	12,4x	17,2%	29,7%	5,3%	12,4x			
Ecart type	4,3x	10,5%	4,0%	4,4%	3,9x			
Coheris SA	4,5x	9,5%	35,0%	3,2%				
Linedata Services SA	9,6x	16,8%	29,2%	0,9%	10,6x	(1,0x)	(26,6%)	9,8%
Dalet SA	11,8x	6,0%	26,1%	2,4%	10,1x	1,7x	42,9%	16,6%
Cegedim SA	10,9x	8,1%	35,5%	3,9%	9,0x	1,8x	46,9%	20,4%
Generix Group France SA	11,6x	11,0%	27,6%	8,8%	13,3x	(1,7x)	(42,6%)	12,5%
Axway Software SA	9,9x	9,7%	31,8%	1,4%	9,0x	0,8x	21,1%	9,1%
SAP SE	16,0x	29,7%	24,9%	8,8%	17,0x	(1,1x)	(27,2%)	6,3%
Microsoft Corp	19,5x	33,8%	25,7%	13,5%	19,5x	0,0x	0,2%	0,0%
Pharmagest Interactive SA	17,1x	27,9%	30,7%	6,6%	14,5x	2,5x	64,5%	17,4%
Prodware SA	5,5x	11,7%	35,5%	1,4%	8,6x	(3,1x)	(79,2%)	36,2%

	TMVA CA 2018-2021	Vol 12 M	Marge d'EBIT	Cste
m _n	42,29	-21,88	16,57	13,82
SE _n	30,56	25,67	11,84	8,59
R ²	81%	2,36		
F	7,34	5,00		
SS _{reg}	123,08	27,96		
t	t	t	t	t
	1,38	0,85	1,40	1,61
	11,25%	21,65%	11,03%	8,43%

Régression du multiple de VE/EBIT 2021	VE/EBIT	Marge d'EBIT	Vol 12 M	TMVA EBIT 2018-2021	Y [^]	ε	ε / σ	ε / Y [^]
Moyenne	11,4x	18,4%	29,9%	4,9%	11,4x			
Ecart type	4,2x	10,8%	4,2%	4,5%	3,8x			
Coheris SA	4,0x	10,5%	35,0%	3,2%				
Linedata Services SA	9,1x	17,5%	29,2%	0,9%	9,7x	(0,6x)	(16,3%)	6,4%
Dalet SA	10,6x	6,5%	26,1%	2,4%	9,6x	1,0x	25,2%	10,0%
Cegedim SA	9,5x	9,0%	35,5%	3,9%	8,7x	0,8x	21,7%	9,6%
Axway Software SA	8,5x	11,0%	31,8%	1,4%	8,5x	(0,0x)	(0,7%)	0,3%
SAP SE	14,8x	29,7%	24,9%	8,8%	15,7x	(0,9x)	(23,1%)	5,6%
Microsoft Corp	17,1x	34,6%	25,7%	13,5%	18,2x	(1,1x)	(29,6%)	6,2%
Pharmagest Interactive SA	16,5x	27,9%	30,7%	6,6%	13,2x	3,2x	84,3%	24,3%
Prodware SA	5,5x	11,5%	35,5%	1,4%	7,8x	(2,3x)	(61,3%)	29,9%

	TMVA CA 2018-2021	Vol 12 M	Marge d'EBIT	Cste
m _n	45,00	-20,71	12,44	13,14
SE _n	38,67	24,47	15,99	8,37
R ²	84%	2,23		
F	6,84	4,00		
SS _{reg}	102,23	19,92		
t	t	t	t	t
	1,16	0,85	0,78	1,57
	12,95%	20,40%	22,32%	6,66%

7.6 Échantillon de transactions comparables retenu

Cible	Localisation	Acquéreur	Activité de la cible	Date de clôture	% du capital acquis	Montant du deal (m€)	VE / CA retenu	VE / EBITDA retenu	VE / EBIT retenu
Taric	Espagne	WiseTech Global	Taric conçoit et développe des applications logicielles permettant de gérer les informations relatives aux tarifs douaniers et les procédures d'import-export.	9-août-18	100,0%	16,0	2,8x	20,7x	nc
Suse Linux	Allemagne	Groupe privé géré par EQT Partners	Suse Linux est un fournisseur de logiciels open source qui se concentre sur les systèmes d'exploitation pour serveurs et autres logiciels d'infrastructure.	15-mars-19	100,0%	2 532,4	7,3x	22,9x	25,1x
Raet	Pays-Bas	Visma	Raet développe des solutions logicielles cloud pour le domaine des ressources humaines	nc	100,0%	600,0	3,7x	12,2x	36,2x
E-Deal	France	Efficacy	E-Deal développe et publie E-Deal CRM, une suite logicielle globale et modulaire pour la relation client qui automatise les processus clients pour les moyennes et grandes entreprises.	4-mai-18	100,0%	16,0	1,1x	nc	nc
DW Reporting	Royaume - Uni	Bighand	DW Reporting fournit des logiciels de suivi de performance permettant une gestion efficace des prix et des ressources. La société propose deux produits : - Quantum, une solution BI de reporting financier ; - Evaluate, une solution de tarification, d'établissement du budget et de suivi.	4-avr.-18	100,0%	13,7	5,5x	nc	nc
Intris	Belgique	WiseTech Global	Intris est un fournisseur de logiciels de gestion des opérations de transit, de douane et d'entreposage.	28-févr.-18	100,0%	7,6	1,7x	10,8x	nc
Reapit	Royaume - Uni	Groupe privé géré par Accel-KKR	Reapit développe des logiciels spécialisés dans la gestion de la relation client et dans la comptabilité client à destination du secteur de l'immobilier résidentiel	5-oct.-17	100,0%	50,2	3,9x	14,6x	15,4x
M4 Systems	Royaume - Uni	Saglobal	M4 Systems est une groupe qui conçoit, développe et produit des logiciels informatiques préemballés. Partenaire de Microsoft Gold Certified, il fournit des solutions commerciales au marché intermédiaire, sur site ou sur le "cloud". Il est spécialisé dans la livraison, la configuration, le support et l'amélioration des systèmes intégrés basés sur Microsoft Dynamics CRM, Dynamics GP, Dynamics AX et SharePoint.	9-mars-17	100,0%	3,6	1,0x	5,0x	5,5x
Targit	Danemark	Groupe privé géré par GRO Capital	Targit développe et fournit des solutions d'informatique décisionnelle et d'analyse pour les PME. Les logiciels proposés par la société couvrent plusieurs départements : ventes, marketing, gestion de la chaîne d'approvisionnement...	2-févr.-17	100,0%	29,8	2,4x	12,9x	17,2x
Hypergene	Suède	Groupe privé géré par Monterro	Hypergene développe et fournit des solutions de veille stratégique et de gestion de la performance avec un produit Web pour la planification, la création de rapports, l'analyse et la budgétisation.	7-juin-16	59,0%	11,2	1,4x	14,1x	14,4x
Trimma	Suède	Visma Software	Trimma AB développe et fournit des outils et des services dans les domaines de la Business Intelligence, de l'analyse et de la budgétisation	16-janv.-16	100,0%	13,7	1,9x	5,8x	5,9x

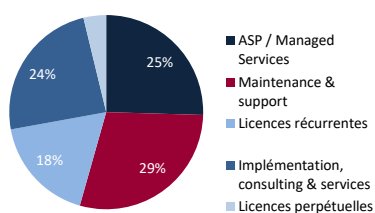
7.7 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers



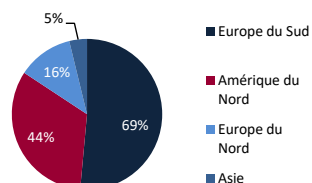
Linedata Services SA

Linedata Services SA est une société basée en France spécialisée dans la production de software et de services pour les activités d'investissement, de plans d'épargne salariale, d'assurance et d'épargne, de prêts et de crédits, et de Software as a Service (SAAS). L'entreprise offre ses solutions en six segments : services de mise en œuvre, hébergement et SAAS, services de formation, support client, services professionnels et services de gestion côté acheteur (buy-side).

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

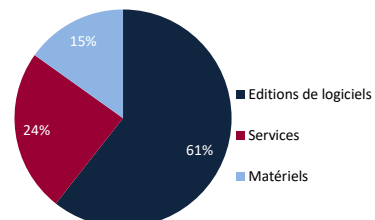
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	173	171	175	178
EBIT	29	29	29	31
En % du chiffre d'affaires	16,5%	16,8%	16,8%	17,5%
Capitalisation boursière	201			
Valeur d'entreprise	282			



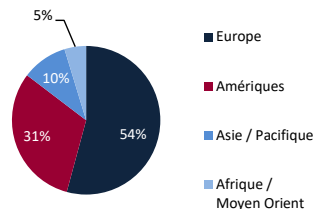
Dalet SA

Dalet SA est spécialisé dans l'édition de logiciels numériques de gestion et de diffusion de contenus multimédias. Les produits du groupe sont destinés à gérer l'ensemble du cycle de production des informations depuis l'enregistrement, le montage, la production des scripts, la programmation jusqu'à la diffusion et l'archivage.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique

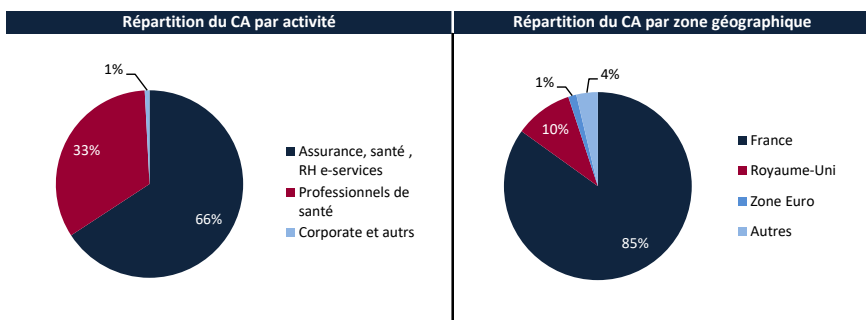


Données financières (en M€)

	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	56	56	58	60
EBIT	3	3	4	4
En % du chiffre d'affaires	4,8%	5,1%	6,0%	6,5%
Capitalisation boursière	43			
Valeur d'entreprise	41			

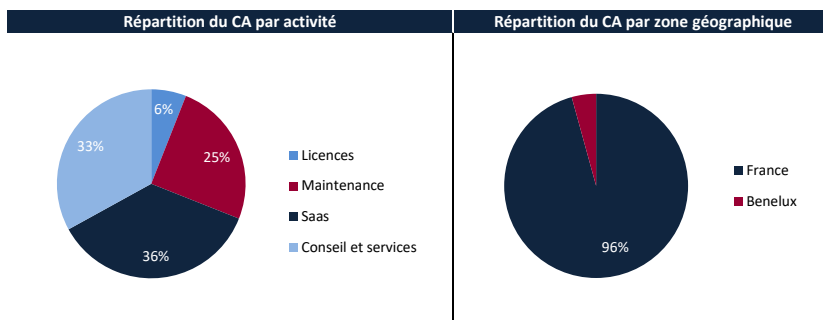
Cegedim est spécialisé dans la collecte, le traitement et la diffusion de données et de services liés à l'information médicale. Les activités du groupe Cegedim se déclinent autour de quatre pôles métiers principaux dans le domaine de la santé :

- des opérations de promotion médicale avec des solutions d'optimisation des points de ventes, de promotion digitale, de statistiques de vente, d'information, de formation et de management à distance dédiées à l'industrie pharmaceutique,
- l'édition et l'hébergement de logiciels de gestion de cabinet médical et de Pharmacie d'officine,
- l'édition et l'hébergement de logiciels de gestion de compagnie d'assurance et de mutuelle de santé,
- la gestion des flux financiers pour les professionnels de santé et les tiers payeurs


Données financières (en M€)

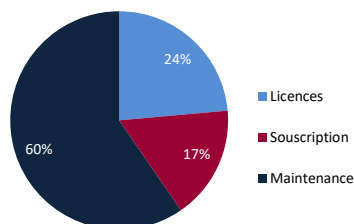
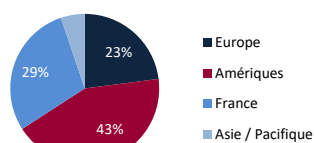
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	468	488	507	525
EBIT	33	34	41	47
En % du chiffre d'affaires	7,1%	6,9%	8,1%	9,0%
Capitalisation boursière	358			
Valeur d'entreprise	447			

Generix est une société française spécialisée dans la conception et la production de logiciels intégrés. Sa gamme de produit est utilisée pour l'Entreprise Resource Planning" (ERP), la gestion du cycle de vie du produit, la gestion de la chaîne de production, la fidélisation client, les promotions, l'e-facturation, etc.


Données financières (en M€)

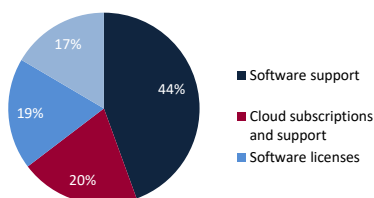
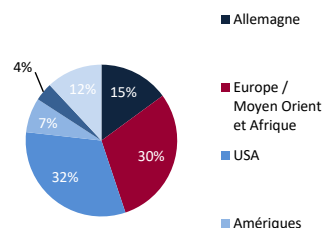
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	77	84	91	nc
EBIT	5	7	10	nc
En % du chiffre d'affaires	6,0%	8,8%	11,0%	nc
Capitalisation boursière	102			
Valeur d'entreprise	116			

Axway Software est un éditeur de logiciel, qui fournit des solutions progiciels et des services dans les domaines du numérique, de l'intégration d'applications d'entreprise (IAE), du Business to business (B2B), de la supervision des activités métier (BAM), du pilotage de procédure d'entreprise (BPM) et de l'architecture orientée services (SOA). Le produit phare de la Société, AMPLIFY, permet d'assurer l'intégration des data orientée cloud et de fournir des plateformes d'engagement permettant aux sociétés de gérer leurs réseaux d'expérience consommateur..

Répartition du CA par activité

Répartition du CA par zone géographique

Données financières (en M€)

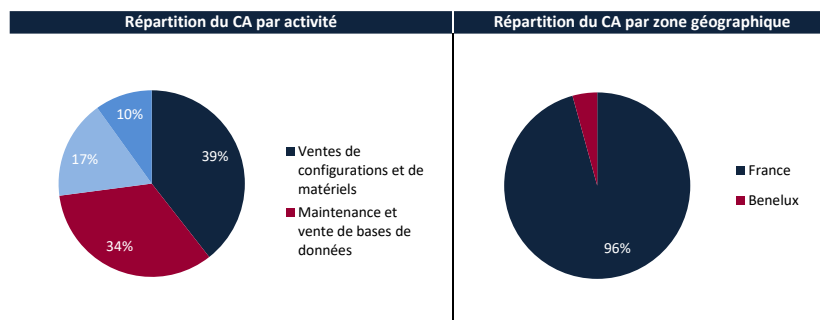
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	284	284	287	296
EBIT	23	22	28	33
En % du chiffre d'affaires	8,2%	7,6%	9,7%	11,0%
Capitalisation boursière	270			
Valeur d'entreprise	276			

SAP SE est une entreprise de droit européen qui conçoit et vend des logiciels, notamment des systèmes de gestion et de maintenance, principalement à destination des entreprises et des institutions dans le monde entier. SAP se concentre sur six secteurs : procédés industriels de fabrication, d'assemblage, de distribution et de services aux consommateurs, services financiers et publics. Les différents départements opérationnels de SAP sont divisés en trois catégories : Recherche & Développement, activités de terrain et assistance aux consommateurs. SAP Labs conçoit et développe les produits, tandis que des bureaux installés dans chaque pays partenaire se chargent des opérations de terrain comme la vente, le marketing et le conseil. La stratégie et la gestion globale sont décidées et menées au siège de SAP AG, en Allemagne, tout comme le travail d'ingénierie lié à la fabrication des produits.

Répartition du CA par activité

Répartition du CA par zone géographique

Données financières (en M€)

	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	24 741	27 364	29 495	31 889
EBIT	7 165	7 767	8 772	9 480
En % du chiffre d'affaires	29,0%	28,4%	29,7%	29,7%
Capitalisation boursière	138 604			
Valeur d'entreprise	140 043			

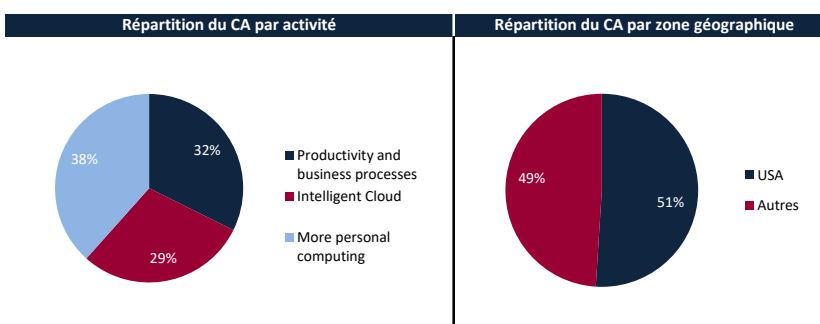
Pharmagest Interactive est une société basée en France spécialisée dans la conception et l'intégration de suites logicielles pour les pharmacies. L'entreprise a des activités dans l'informatisation des dispensaires de pharmacie. Elle permet aux pharmaciens d'avoir un accès immédiat à une gamme de services online, d'assurer la distribution d'informations et des promotions pour les fournisseurs de pharmacies ainsi que pour les laboratoires pharmaceutiques.



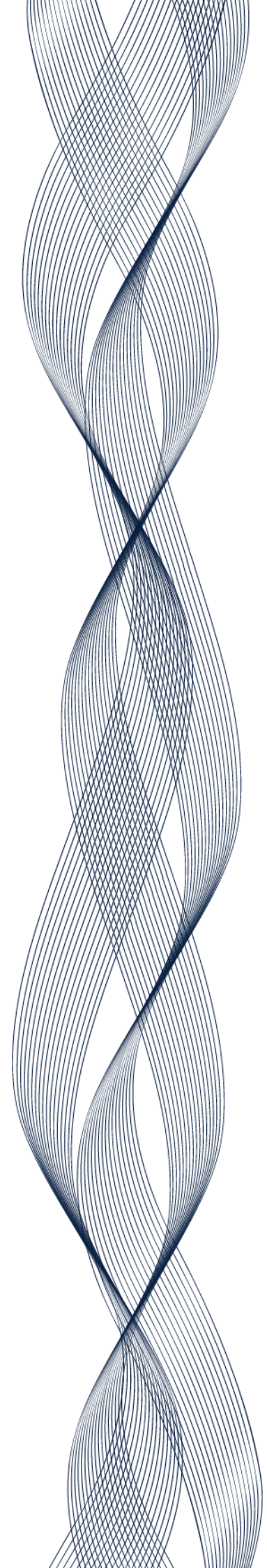
Données financières (en M€)				
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	148	162	173	180
EBIT	39	44	48	50
En % du chiffre d'affaires	26,2%	27,1%	27,9%	27,9%
Capitalisation boursière	851			
Valeur d'entreprise	827			

Microsoft Corp est spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de systèmes d'exploitation, de logiciels et des produits matériels dérivés. Son chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit :

- vente de systèmes d'exploitation : destinés notamment aux serveurs (Microsoft SQL Server, Windows Server, Visual Studio, System Center, CALs, Azure, etc.) et aux micro-ordinateurs (Windows) ;
- développement d'applications logicielles (: progiciels de traitement de texte (Word), de feuilles de calculs (Excel), de gestion et d'organisation de bases de données (Access), de présentations (Power Point), de gestion de la relation client (Microsoft CRM), etc. ;
- vente de consoles et de logiciels de jeux vidéo : notamment Xbox ;
- prestations de services aux entreprises ;
- vente d'ordinateurs, tablettes et accessoires.

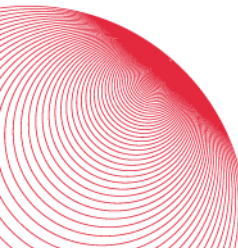


Données financières (en M€)				
	2018	2019 E	2020 E	2021 E
Chiffre d'affaires	94 803	111 561	123 885	138 635
EBIT	30 116	37 363	41 927	47 962
En % du chiffre d'affaires	31,8%	33,5%	33,8%	34,6%
Capitalisation boursière	881 745			
Valeur d'entreprise	818 861			



BMA

Advisory & Support



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

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

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

COHERIS

Addendum à notre attestation d'équité émise le 18 juillet 2019

En complément de notre rapport d'expertise indépendante émis en date du 18 juillet 2019 (ci-après le « Rapport ») dans le cadre de l'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre ») initiée par ChapsVision et visant les actions de la société Coheris, nous précisons les éléments suivants s'agissant :

- des accords connexes à l'Offre ;
- de la sensibilité de la valeur par la méthode DCF à la variation du taux de croissance à l'infini ;
- et du décalage entre la valeur de l'actif net comptable par action et le cours de bourse.

Accords connexes à l'Offre :

Nous confirmons que le *term sheet* signé le 12 juillet 2019, fixant les conditions du réinvestissement en numéraire de madame Nathalie Rouvet Lazare et de quatre managers de Coheris dans ChapsVision, ne prévoit pas de prix de cession garanti pour les actions ordinaires ou les actions de préférence ChapsVision acquises. En effet, si un mécanisme de liquidité est prévu pour l'ensemble des titres ChapsVision (actions ordinaires et actions de préférence) détenus par les managers à horizon 2024, celui-ci ne pourra se déclencher que si aucun événement de sortie n'est intervenu antérieurement et fixe le prix des titres à partir d'un multiple de l'EBITDA ressortant des comptes consolidés de ChapsVision à fin 2023, ajusté de la dette financière nette de l'entité à la même date. Le multiple applicable en 2024 dépendra du niveau du chiffre d'affaires consolidé atteint en 2023. La fourchette de multiples fixée par le *term sheet* ressort comprise dans l'intervalle de confiance à 95% des multiples moyens que nous observons sur notre échantillon de comparables boursiers. Par ailleurs, nous relevons que la valeur issue de l'application de la formule du *term sheet* aux agrégats de Cohéris de fin 2018 ressort inférieure au prix d'Offre.

L'Initiateur, le management et leurs conseils respectifs nous ont à nouveau indiqué que le Pacte d'associés de ChapsVision sera rédigé à l'issue de l'Offre et se sont engagés à ce qu'il reflète en tous points les conditions définies dans le *term sheet* du 12 juillet 2019. Le management de Coheris nous a par ailleurs confirmé, dans une lettre d'affirmation datée du 17 juillet 2019, que l'ensemble des informations nécessaires à la formation de notre opinion sur les conditions du réinvestissement nous ont été transmises et, notamment, qu'il n'existe aucun accord autre que ceux détaillés dans le *term sheet* du 12 juillet 2019.

Comme indiqué page 24 de notre rapport (§4.3.2), le *term sheet* du 12 juillet 2019 prévoit que les managers signataires apporteront la totalité des actions Coheris qu'ils détiennent, soit 185 631 actions¹, à l'exception des actions gratuites non encore acquises ou non encore disponibles au titre d'une période de conservation. Cet engagement aurait été considéré comme caduc si l'Offre n'avait pas été déposée avant le 26 juillet 2019 et le sera si la décision de conformité n'intervient pas avant le 20 septembre 2019. L'Initiateur précise par ailleurs dans le projet de note d'information du 2 août 2019 que ces engagements seront automatiquement caducs dans l'hypothèse où il renoncerait à l'Offre et sont révocables en cas d'Offre concurrente qui serait déclarée conforme par l'AMF.

Des engagements d'apport *ad hoc* et nominatifs portant sur des nombres d'actions identiques avaient préalablement été signés le 21 mai 2019 mais étaient conditionnés au dépôt de l'Offre au plus tard le 30 juin 2019 et sont donc caducs à la date de rédaction de notre rapport, étant rappelé qu'ils ont été repris dans le *term sheet* du 12 juillet 2019 visé ci-dessus.

¹ Source Management, stock constitué sur la période 2012-2017 principalement par attributions d'actions gratuites.

Sensibilité de la valeur par action au taux de croissance à l'infini dans l'approche DCF :

Une variation de plus ou moins 0,5 % autour du taux de croissance à l'infini retenu (1,8%), contre 0,4% présenté dans notre rapport, n'a pas d'impact significatif sur les valeurs par action issues de l'approche par les DCF comme détaillé ci-après :

		CMPC				
		12.4%	13.4%	14.4%	15.4%	16.4%
g [∞]	1.3%	2.55 €	2.40 €	2.27 €	2.16 €	2.07 €
	1.6%	2.56 €	2.41 €	2.28 €	2.17 €	2.07 €
	1.8%	2.57 €	2.42 €	2.29 €	2.17 €	2.08 €
	2.1%	2.59 €	2.43 €	2.30 €	2.18 €	2.08 €
	2.3%	2.60 €	2.44 €	2.30 €	2.19 €	2.09 €

Décalage entre la valeur de l'actif net comptable par action et le cours de bourse :

La valeur de l'actif net comptable par action et le cours de bourse sont deux mesures différentes de la valeur des fonds propres d'une société. Le cours de bourse permet d'apprécier en temps réel la valeur conférée par le marché aux fonds propres de la Société par le biais de la confrontation de l'offre et de la demande. A l'inverse, l'actif net comptable apprécie la valeur de ces fonds propres sur une base comptable et historique tenant compte de la valeur d'acquisition et/ou de constitution, nette d'un éventuel amortissement ou d'une éventuelle dépréciation, des actifs détenus par la société, de son besoin ou de son excédent en fonds de roulement, et de sa position financière nette.

La structure des actifs comptabilisés au bilan de Coheris se caractérise par une forte prépondérance des actifs incorporels (frais de R&D immobilisés) et des écarts d'acquisitions (ou *goodwill*) principalement constitués durant la période 2000 – 2011, et dont la valeur comptable totale ressort à 1,79 € par action². La valeur comptable de ces actifs est fixée par leur coût d'acquisition historique et évolue ensuite, en accord avec les normes IFRS, par le biais d'un amortissement s'agissant des frais de R&D et après un test dépréciation annuel pour les écarts d'acquisition³ qui n'ont pas une durée de vie définie. De ce fait, la valeur attribuée par le marché à ces actifs peut, au fil du temps, s'écarter significativement, dans un sens ou dans l'autre, de leur valeur comptable et ce, pour de multiples raisons (perception différente du risque associé aux flux potentiels générés par ces actifs, anticipations micro ou macroéconomiques divergentes, hypothèse de durée de vie différente, inertie de l'approche comptable de la valeur, ...). La volatilité de la valeur attribuée par le marché est aggravée dans le cas des actifs incorporels inscrits au bilan de Coheris, qui ne sont pas cessibles individuellement dans leur immense majorité.

Le marché du titre Coheris présentant un nombre de transactions suffisant pour assurer la fixation d'un prix libre d'influences indues et présentant une volatilité du même ordre de grandeur que celle observée en moyenne dans son secteur, nous considérons la valeur extériorisée par le cours de bourse comme pertinente. Nous avons par ailleurs vérifié que les tests de dépréciation annuels des écarts d'acquisition réalisés par le management entraient bien dans le cadre particulier de la norme IAS 36. Dans ce contexte, nous ne pouvons que constater l'écart entre les deux valeurs et l'attribuer à une perception différente des perspectives de développement de la Société.

² Pour un actif net comptable estimé à 2,68 € par action.

³ Cf. norme IAS 36.

En conclusion, les précisions et développements exposés supra ne modifient pas notre opinion relative à l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires de Coheris et le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix proposé dans le cadre de l'Offre.

Fait à Paris, le 26 août 2019

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Senior Manager

Annexe 2

Avis du Comité Social et Economique

(Voir ci-après)

* *

*

PROCÈS VERBAL

Réunion extraordinaire #05 du 2019-06-14

FICHE DE PRÉSENCE

DIRECTION

Jean-François Ménager	JFR	Président	✓
Alexia Hubert	AHU	Responsable Ressources Humaines	✓

TITULAIRES

Pascale Bertin	PBE	Secrétaire	✓
Valérie Cuscito	VCU		✓
Denis Hodencq	DHO	Trésorier	✓
Nathalie Lalevé	NLA		✓
Elfie O'Neill	EON		✓
Jonathan Dinis	JDI		✓

SUPPLÉANTS

Léo Négri	LNE		
Paul Garrouste	PGA		
Sébastien Roland	SRO		
Luc Chapon	LCH		

DÉLÉGUÉS SYNDICAUX

Thierry Baudesson	TBA	CFDT	✓
Pascale Bertin	PBE	CGT	✓
Luc Chapon	LCH	Solidaires	



TABLE DES MATIÈRES

1	Réunion du CSE à l'effet de rendre un avis sur le projet de l'offre publique	3
---	--	---

1 RÉUNION DU CSE À L'EFFET DE RENDRE UN AVIS SUR LE PROJET DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION

Au cours de la réunion du 14 juin 2019, conformément aux articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, Jean-François Ménager rappelle les échanges qui ont été réalisés sur le projet d'offre publique d'achat de Coheris par ChapsVision devant le comité social et économique (CSE) et notamment :

- La réunion extraordinaire d'information concernant l'annonce de l'opération envisagée du 21 mai 2019,
- La réunion extraordinaire de présentation et d'échanges avec Olivier Dellenbach et Nathalie Rouvet Lazare du 28 mai 2019,
- La réunion extraordinaire d'échanges complémentaires avec Olivier Dellenbach et Nathalie Rouvet Lazare du 11 juin 2019.

Les membres du CSE ont pu poser leurs questions et obtenir des précisions sur le Projet et ont alors été invités par le Président à rendre leur avis.

Le Président pose donc la question :

Existe-t-il des objections à ce que le CSE rende son avis ce jour ? Les membres du CSE indiquent qu'ils peuvent procéder au vote.

Le vote :

Le CSE opte pour un vote à bulletins secrets.

Les membres du CSE votant sont :

- Pascale Bertin
- Nathalie Lalevé
- Denis Hodencq par téléphone qui donne pouvoir pour le vote à Nathalie Lalevé
- Jonathan Diniz par téléphone qui donne pouvoir pour le vote à Nathalie Lalevé
- Valérie Cuscito
- Elfie O'Neill

Résultat du vote :

- Avis favorables : 4
- Avis défavorables : 0
- Abstentions : 2

À la majorité, les membres du CSE émettent un avis favorable au projet.

Commentaire du CSE :

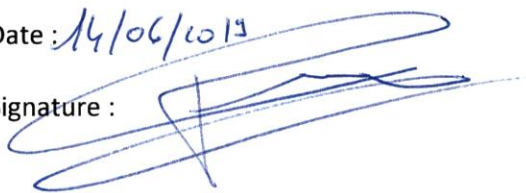
Suite aux entretiens que le CSE a eus avec la Direction de Coheris et M. O. Dellenbach, consignés sur les PV des réunions extraordinaires du 28 mai et du 11 juin et des réponses obtenues sur le projet d'OPA de ChapsVision, le CSE se prononce favorablement sur ce projet.

VALIDATION DU PV

Le Président
Jean-François Ménager

Date : 14/06/2019

Signature :



Le Secrétaire de séance
Pascale Bertin

Date : 14/06/19

Signature :

