

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

Visant les actions de la société



Initiée par la société

ITS PARTICIPATIONS

Présentée par



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR ITS GROUP



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 22 novembre 2019, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 du règlement général de l'AMF.

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

Avis important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de ITS Group (<https://www.itsgroup.com/finances/informations-reglementees>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais au siège social d'ITS Group sis 42, rue Bellevue, 92100 Boulogne-Billancourt.

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 ITS Group 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 REALISATION DE L'APPORT	5
2.2 DECLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS ET DECLARATION D'INTENTION	6
2.3 REPARTITION DU CAPITAL DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE.....	7
2.3.2 REPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE THEORIQUES D'ITS GROUP AVANT L'APPORT	7
2.3.3 REPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE THEORIQUES D'ITS GROUP A LA SUITE DE L'APPORT	7
2.3.4 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	8
2.3.5 ACTIONS GRATUITES	8
2.4 CHANGEMENT DE GOUVERNANCE	9
3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	10
3.1 PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT	10
3.2 PACTE D'ASSOCIES	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 D'ENTREPRISE	15
8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
<i>8.1 Structure et répartition du capital social de la Société</i>	<i>15</i>
<i>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</i>	<i>15</i>
<i>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</i>	<i>15</i>
<i>8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	<i>15</i>
<i>8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel</i>	<i>16</i>
<i>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</i>	<i>16</i>
<i>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.....</i>	<i>16</i>
<i>8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres</i>	<i>16</i>
<i>8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....</i>	<i>18</i>
<i>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</i>	<i>18</i>

9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	18
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 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, ITS Participations, société par actions simplifiée au capital de 29 878 878 euros, dont le siège social est situé 42, rue de Bellevue – 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 878 312 248 (« **ITS Participations** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 22 novembre 2019 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur s'est engagé de manière irrévocable à offrir à l'ensemble des actionnaires¹ de la société ITS Group, société anonyme, au capital de 3 937 277,50 euros, dont le siège social est situé 42, rue Bellevue, 92100 Boulogne-Billancourt et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro B 404 536 922 (« **ITS Group** » ou la « **Société** ») et dont les actions (les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext** ») (compartiment C) sous le code ISIN FR0000073843, d'acquérir la totalité de leurs actions ITS Group, hors Actions Gratuites 2018 et des Actions Auto-détenues (tels que ces termes sont définis ci-après) (l'« **Offre** »), en numéraire, au prix unitaire de 6,62 euros (le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français, constituée spécialement pour les besoins de l'Apport (tel que ce terme est défini ci-dessous), contrôlée majoritairement par Monsieur Jean-Michel BENARD, Président Directeur Général d'ITS Group.

L'Offre fait suite aux apports en nature réalisés le 20 novembre 2019 (la « **Date de Réalisation** ») par les trois actionnaires de référence d'ITS Group, à savoir Monsieur Jean-Michel BENARD/Cloud Invest² et certains membres de sa famille (ci-après le « **Groupe Familial BENARD** »), Monsieur Robert SPIEGEL et BNP Paribas Développement (ensemble avec le Groupe Familial BENARD, les « **Actionnaires de Référence** ») à ITS Participations d'un total de 4 060 254 Actions, représentant 51,56% du capital social et 51,36% des droits de vote de la Société³ (l'« **Apport** »). Les conditions et modalités de l'Apport sont décrites à la section 2.1 du présent projet de note en réponse.

À la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 4 060 254 Actions représentant 51,56% du capital social et 51,36% des droits de vote théoriques de la Société⁴.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exclusion (i) des 181 010 actions attribuées gratuitement par la Société le 25 septembre 2018 et définitivement acquises le 25 septembre 2019 mais dont la période de conservation ne se terminera que le 25 septembre 2020 les rendant incessibles pendant cette période, qui bénéficieront sous certaines conditions d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 2.3.5 ci-dessous⁵ et (ii) des 431 616 Actions auto-détenues par la Société dont 40 414 actions sont affectées au contrat de liquidité conclu avec Louis Capital Markets en date du 2 mai 2018 et 391 202 actions sont affectées à l'objectif d'une remise aux salariés et mandataires

¹ *Autres que l'Initiateur.*

² *Société contrôlée par M. Jean-Michel Bénard.*

³ *Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.*

⁴ *Sur la base d'un capital composé à la date du présent projet de note en réponse de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.*

⁵ *Il est précisé que sous réserve de la signature par chacun des bénéficiaires desdites actions gratuites du Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-dessous) avec l'Initiateur, les Actions Gratuites 2018 seront assimilées au titre de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur en cas de délivrance par l'AMF de sa décision de conformité sur l'Offre.*

sociaux de la Société dans le cadre de plans d'achat ou d'attribution d'actions (les « **Actions Auto-détenues** »), soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent projet de note en réponse, un nombre total maximum de 3 201 675 Actions (les « **Actions Visées** »), représentant 40,66% du capital social et 40,89% des droits de vote théoriques de la Société⁶, à un prix de 6,62 euros par Action.

A la date du présent projet de note en réponse, et à l'exception des Actions Gratuites 2019 (tel que ce terme est défini ci-dessous), 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.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Apport, franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 2°. La durée de l'Offre sera de quatorze (14) jours de négociation.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs Actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions Auto-détenues par la Société et des Actions Gratuites 2018 qui feront l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 2.3.5 ci-dessous). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, (ii) les Actions Auto-détenues par la Société, et (iii) les Actions Gratuites 2018) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix d'Offre par Action (soit 6,62 euros par Action).

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'« **Établissement 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 d'ITS Participations, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 22 novembre 2019, sur la base d'un prix de 6,62 euros par action.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 REALISATION DE L'APPORT

Le 20 novembre 2019, conformément aux termes d'un protocole d'investissement conclu le 20 novembre 2019 entre les Actionnaires de Référence (le « **Protocole d'Investissement** »), ces derniers ont apporté en nature à ITS Participations, sur la base du Prix de l'Offre, un total de

⁶ Sur la base d'un capital composé à la date du présent projet de note en réponse de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

4 060 254 Actions de la Société. À l'issue de cet Apport, ITS Participations détient 51,56% du capital social et 51,36% des droits de vote de la Société⁷.

Les principaux termes du Protocole d'Investissement sont décrits à la section 3.1 du présent projet de note en réponse.

La conclusion de ce Protocole d'Investissement et la réalisation de l'Apport font suite à des discussions initiées par Monsieur Jean-Michel Bénard avec Monsieur Robert SPIEGEL et BNP Paribas Développement à l'effet de regrouper leurs participations au sein d'une holding, dans l'objectif de lancer et de financer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur la Société suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et d'une radiation de la cote de la Société.

Il est précisé que concomitamment à l'Apport et conformément aux termes du Protocole d'Investissement, BNP Paribas Développement a également souscrit à une augmentation de capital en numéraire d'ITS Participations pour un montant de 3 millions d'euros, à un prix de souscription égal au pair (l'« **Augmentation de Capital** ») ayant notamment pour objectif de financer une partie du Prix de l'Offre.

Dans le cadre du projet d'Apport, la Société a engagé les procédures d'information et de consultation du Comité d'Entreprise d'ITS Group immédiatement après l'annonce du projet d'Apport et d'Offre. La direction d'ITS Group a, à ce titre, constaté le 18 novembre dernier que le Comité d'entreprise n'avait pas rendu d'avis avant l'expiration du délai légal, sur le projet d'Apport, l'absence d'avis valant avis défavorable sur ce projet.

Il est rappelé que lors de sa réunion du 17 octobre 2019, le conseil d'administration d'ITS Group s'est réuni pour ratifier la désignation de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy, 4/6/8 rue Daru 75008 Paris, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

2.2 DECLARATIONS DE FRANCHISSEMENT DE SEUILS ET DECLARATION D'INTENTION

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 et suivants du Code de commerce et de l'article 9 des statuts de la Société, l'Initiateur⁸ a déclaré à la Société et à l'AMF, par courrier en date du 20 novembre 2019, qu'il avait, du fait de l'Apport, franchi à la hausse le 20 novembre 2019 les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% en capital social et en droits de vote de la Société et qu'il détenait directement 4 060 254 Actions représentant environ 51,56% du capital et 51,36% des droits de vote théoriques de la Société⁹. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 20 novembre 2019 sous le numéro 219C2389.

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 et suivants du Code de commerce et de l'article 9 des statuts de la Société, Monsieur Jean-Michel BENARD a réciproquement déclaré à l'AMF, par courrier daté du 20 novembre 2019, qu'il avait, du fait de l'Apport, franchi, directement et via sa holding Cloud Invest, en baisse, à la Date de Réalisation les seuils de 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et qu'il ne détenait plus aucune Action de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 20 novembre 2019 sous le numéro 219C2384.

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 et suivants du Code de commerce et de l'article 9 des statuts de la Société, Monsieur Robert SPIEGEL a réciproquement déclaré à l'AMF, par courrier daté du 20 novembre 2019, qu'il avait, du fait de l'Apport, franchi en baisse, à la Date de Réalisation les seuils de 20%, 15%, 10% et 5% des droits de vote et 10% et 5% du capital de la Société et qu'il ne détenait plus aucune Action de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 20 novembre 2019 sous le numéro 219C2382.

⁷ Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

⁸ Contrôlé majoritairement par M. Jean-Michel Bénard.

⁹ Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 et suivants du Code de commerce et de l'article 9 des statuts de la Société, BNP Paribas Développement a également réciproquement déclaré à l'AMF, par courrier daté du 20 novembre 2019, qu'elle avait, du fait de l'Apport, franchi en baisse, à la Date de Réalisation les seuils de 10% et 5% du capital et 5% des droits de vote de la Société et qu'elle ne détenait plus aucune Action de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 20 novembre 2019 sous le numéro 219C2383.

2.3 REPARTITION DU CAPITAL DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

2.3.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques d'ITS Group avant l'Apport

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de votes théoriques de la Société avant la réalisation de l'Apport le 20 novembre 2019 :

Associés	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote ⁽¹⁾	%
Groupe Familial BENARD	2 187 965	27,79%	2 788 490	29,32%
Monsieur Robert SPIEGEL	1 003 882	12,75%	2 007 764	21,1%
BNP Paribas Développement	868 407	11,03%	868 407	9,13%
Sunny Managers	408 172	5,18%	408 172	4,29%
Auto détention	431 616	5,48%	431 616	4,54%
Public	2 974 513	37,77%	3 004 829	31,60%
Total	7 874 555	100,00%	9 509 278	100,00%

(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.

2.3.3 Répartition du capital et des droits de vote théoriques d'ITS Group à la suite de l'Apport

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de votes théoriques de la Société après réalisation de l'Apport et à la date du présent projet de note en réponse :

Associés	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
ITS Participations	4 060 254	51,56%	4 060 254	51,36%
Sunny Managers	408 172	5,20%	408 172	5,16%
Auto détention	431 616	5,48%	431 616	5,46%
Public	2 974 513	37,77%	3 004 829	38,01%
Total	7 874 555	100,00%	7 904 871	100,00%

(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.

2.3.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 4 060 254 Actions représentant 51,56% du capital social et 51,36% des droits de vote de la Société¹⁰.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, 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, à l'exclusion (i) des Actions Gratuites 2018 qui feront l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 2.3.5 ci-dessous et (ii) des Actions Auto-détenues par la Société, soit un nombre total de 3 201 675 Actions (les « **Actions Visées** »), représentant 40,66% du capital social et 40,89% des droits de vote théoriques de la Société¹¹.

2.3.5 Actions Gratuites

A la date du présent projet de note en réponse, les Actions Gratuites attribuées par la Société se décomposent de la manière suivante :

- 353 605 actions existantes (actuellement auto-détenues par la Société) attribués à des managers de la Société sont en période d'acquisition jusqu'au 10 juillet 2020 et donc non encore définitivement remises à leurs titulaires (correspondant au Plan AGA 2019) (les « **Actions Gratuites 2019** ») ; et
- 181 010 actions définitivement acquises et donc remises au bénéfice de managers de la Société, mais incessibles étant en période de conservation jusqu'au 25 septembre 2020 (correspondant au Plan AGA 2018) (les « **Actions Gratuites 2018** »),

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 car leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation ne se termineront qu'après la clôture de l'Offre, 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). Il est précisé que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation, ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

À cet égard, l'Initiateur a déclaré son intention de conclure, avant la date de décision de conformité de l'AMF sur l'Offre, avec chacun des titulaires d'Actions Gratuites, un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** ») qui devrait prévoir, selon les conditions usuelles en la matière, et sous condition suspensive de la délivrance par l'AMF de sa décision de conformité sur l'Offre, des promesses unilatérales croisées, fermes et irrévocables, d'achat et de vente entre l'Initiateur et les titulaires desdites Actions Gratuites, exerçables à l'issue des périodes de conservation des Actions Gratuites telles que prévues dans leur plan respectif, pour un prix calculé sur la base d'une formule de prix qui correspond à 7x l'EBITDA consolidé de la Société diminué de la dette financière nette consolidée de la Société.

Sous réserve de la délivrance par l'AMF de sa décision de conformité sur l'Offre, les Actions Gratuites 2018 seront assimilées à des Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, étant précisé que ces actions ne sont pas visées par l'Offre ni couvertes par le retrait obligatoire (mais seront cédées à l'Initiateur conformément aux termes du Contrat de Liquidité).

¹⁰ Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

¹¹ Sur la base d'un capital composé à la date du présent projet de note en réponse de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

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

Référence du plan	Plan AGA 2018	Plan AGA 2019
Nombre d'Actions Gratuites attribuées sous conditions	181 010	353 605
Date d'attribution	25 septembre 2018	10 juillet 2019
Date d'acquisition	25 septembre 2019	10 juillet 2020
Date de fin de la période de conservation	25 septembre 2020	10 juillet 2021
Total des Actions Gratuites en période d'acquisition	0	353 605
Total des Actions Gratuites en période de conservation	181 010	0

2.4 CHANGEMENT DE GOUVERNANCE

L'Initiateur a été coopté par le Conseil d'administration de la Société en date du 20 novembre 2019 en remplacement de Madame Pauline Bénard.

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

- Monsieur Jean-Michel BENARD ;
- Monsieur Robert SPIEGEL ;
- Monsieur Georges ROUSSEAU* ;
- Monsieur Marc LAVINE* ;
- Madame Ann BENARD ;
- ITS Participations représentée par Madame Pauline BENARD.

**Administrateurs indépendants*

La direction de la Société est actuellement assurée par Monsieur Jean-Michel BENARD, président du conseil d'administration et directeur général d'ITS Group, et par Monsieur Philippe SAUVE, directeur général délégué d'ITS Group.

L'Initiateur a annoncé que, tant que la Société restera cotée, il n'envisageait pas de modifier l'organisation juridique et opérationnelle d'ITS Group. La structure managériale d'ITS Group de même que la composition des organes de direction ne seraient pas non plus modifiées.

Dans l'hypothèse où la procédure de retrait obligatoire serait mise en œuvre, et conformément aux termes du pacte d'associés relatif à l'Initiateur conclu le 20 novembre 2019 entre les Actionnaires de Référence de la Société (le « **Pacte d'Associés** »), l'Initiateur à l'intention de transformer la Société

en société par actions simplifiée dotée d'un président qui, sauf décision contraire, serait ITS Participations.

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

3.1 PROTOCOLE D'INVESTISSEMENT

En application du Protocole d'Investissement conclu le 20 novembre 2019, à l'issue des négociations exclusives entre les Actionnaires de Référence, ces derniers ont notamment convenu ce qui suit :

- les apports en nature, intervenus le 20 novembre 2019, au profit de l'Initiateur, par le Groupe Familial BENARD, BNP Paribas Développement et Monsieur Robert SPIEGEL, de 4 060 254 actions ordinaires de la Société, sur la base d'un prix égal au Prix d'Offre, soit une valeur globale d'apport de 26 878 881,48 euros, en échange de la remise de 26 878 877 actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur de 1 euro de valeur nominale chacune et émises au pair ;
- la souscription par BNP Développement, intervenue le 20 novembre 2019, à une augmentation de capital en numéraire de l'Initiateur, réalisée avec suppression du droit préférentiel de souscription des associés et réservée à son profit, pour un montant total de 3 millions d'euros via l'émission de 3 000 000 actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur de 1 euro de valeur nominale chacune, émises au pair ;
- le lancement de l'Offre et les modalités de son financement, dont un financement bancaire auprès des banques Société Générale et BNP Paribas.

3.2 PACTE D'ASSOCIES

Monsieur Jean-Michel Bénard et Cloud Invest (ensemble, l'« **Investisseur Majoritaire** »), les autres membres du Groupe Familial BENARD, BNP Paribas Développement et Monsieur Robert SPIEGEL (ensemble, les « **Investisseurs Minoritaires** ») ont conclu le 20 novembre 2019 un pacte d'associés pour une durée de 20 ans à compter de la Date de Réalisation (le « **Pacte d'Associés** ») ayant pour objet principal d'organiser les modalités de gouvernance de l'Initiateur et de la Société ainsi que le transfert des titres de l'Initiateur en application des principales clauses décrites ci-après.

Règles de gouvernance au niveau de l'Initiateur

- L'Initiateur est une société par actions simplifiée administrée par un président (le « **Président** ») et, le cas échéant, d'un ou plusieurs directeurs généraux (les « **Directeurs Généraux** »), sous le contrôle d'un comité de surveillance (le « **Comité de Surveillance** »).
- Les fonctions de président sont exercées par Monsieur Jean-Michel Bénard.
- A compter du retrait de la cote de la Société, le Directeur Général sera Monsieur Philippe Sauvé.
- Le Comité de Surveillance est composé d'un nombre maximum de huit (8) membres, dont, le Président qui est membre de droit, trois (3) membres maximum nommés sur proposition de l'Investisseur Majoritaire, un (1) membre maximum nommé sur proposition de Monsieur Robert SPIEGEL, et trois (3) membres indépendants maximum nommés sur proposition conjointe de l'Investisseur Majoritaire et des Investisseurs Minoritaires. Par ailleurs, un (1) censeur sera nommé par décision collective des associés sur proposition de BNP Paribas Développement tant que BNP Paribas Développement sera associé.
- Certaines décisions considérées comme importantes ne pourront pas être valablement prises par le Président ou les Directeurs Généraux sans avoir obtenu au préalable l'accord du Comité de Surveillance, statuant à la majorité simple des membres présents ou représentés (sous réserve, pour certaines décisions, que le

membre du Comité de Surveillance nommé sur proposition de BNP Paribas Développement ait émis un vote positif sur la décision concernée).

Règles de gouvernance au niveau de la Société

- Tant que la Société restera cotée, Monsieur Jean-Michel Bénard demeurera président directeur général de la Société et, sauf décision contraire de Monsieur Jean-Michel Bénard, Monsieur Philippe Sauvé demeurera directeur général délégué de la Société.
- Tant que la Société restera cotée, aucune décision portant sur la disposition des titres de la Société détenus par l'Initiateur ne pourra être prise sans l'accord préalable des Investisseurs Minoritaires et l'Initiateur ne pourra voter en faveur d'une décision extraordinaire en assemblée générale de la Société qu'avec l'accord préalable écrit des Investisseurs Minoritaires.
- Dans les meilleurs délais à l'issue de la radiation de la cote de la Société, la Société sera transformée en société par actions simplifiée dotée d'un président et, le cas échéant, d'un directeur général, sans autre organe statutaire. Sauf décision contraire de l'Investisseur Majoritaire et des Investisseurs Minoritaires, le président sera l'Initiateur.
- A défaut de retrait de la cote, Monsieur Jean-Michel Bénard s'engage à faire ses meilleurs efforts afin que BNP Paribas Développement soit nommé censeur au conseil d'administration de la Société.

Règles applicables aux transferts de titres

Le Pacte d'Associés prévoit notamment les principaux mécanismes de liquidité suivants portant sur les titres de l'Initiateur :

- Une inaliénabilité temporaire des titres de l'Initiateur par l'ensemble des parties au Pacte d'Associés pendant une durée de 3 ans à compter de la Date de Réalisation, sauf exceptions.
- Des droits usuels portant sur le transfert des titres de l'Initiateur (droit de préemption, droit de cession conjointe et proportionnelle, droit de cession conjointe totale, obligation de sortie conjointe).
- Une clause de rendez-vous à la demande d'un Investisseur Minoritaire à compter du 5ème anniversaire du Pacte d'Associés pour discuter de l'opportunité de liquider leurs participations dans l'Initiateur.
- Un processus de cession totale pouvant être initié par l'Investisseur Majoritaire à tout moment à compter du 3ème anniversaire du Pacte d'Associé, par chacun des Investisseurs Minoritaires à tout moment à compter du 7ème anniversaire du Pacte d'Associés, et conjointement par les Investisseurs Minoritaires à tout moment à l'expiration d'un délai de 6 mois à compter de la date d'invalidité, d'incapacité ou de décès de Monsieur Jean-Michel BENARD.
- Un droit de retrait total de sa participation dans l'Initiateur au bénéfice de chacun des Investisseurs Minoritaires en cas (i) de manquements graves et répétés par l'Investisseur Majoritaire à ses obligations en matière de lutte anti-blanchiment, de sanctions et anti-corruption ou la violation par Monsieur Jean-Michel Bénard, en sa qualité de Président de l'Initiateur, des dispositions du Pacte d'Associés relatives aux décisions importantes devant faire l'objet d'une autorisation préalable du Comité de Surveillance ou (ii) de démission par Monsieur Jean-Michel Bénard de ses fonctions de Président de l'Initiateur, étant précisé que dans ce cas le prix de rachat des actions des Investisseurs Minoritaires sera calculé sur le fondement de leur valeur de marché.

Engagement d'exclusivité, de non-concurrence, de non sollicitation et de non débauchage

Aux termes du Pacte d'Associés, Monsieur Jean-Michel Bénard s'est engagé, aussi longtemps qu'il aura un mandat social dans une des sociétés du groupe de l'Initiateur, à consacrer l'essentiel de son activité professionnelle à la gestion et au développement du groupe de l'Initiateur. Il sera également tenu, à compter du retrait de la cote de la Société, par des engagements, qui seront alors insérés dans son mandat social, de non-concurrence, de non-sollicitation et de non débauchage, d'une durée de dix-huit (18) mois à compter de la date à laquelle il cessera d'exercer ses fonctions au sein du groupe de l'Initiateur et qui couvriront le territoire de la France et de tout pays dans lequel le groupe de l'Initiateur exerce ses activités à la date de réalisation de l'Apport. En contrepartie de ces engagements de non-concurrence, Monsieur Jean-Michel Bénard percevra pendant une période de dix-huit (18) mois, une indemnité brute forfaitaire mensuelle égale à 75% de la rémunération fixe et variable brute perçue (en moyenne) au cours des 12 derniers mois précédant la cessation de ses fonctions.

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 d'ITS Group se sont réunis le 20 novembre 2019, sous la présidence de Monsieur Jean-Michel Bénard, Président du Conseil d'administration d'ITS Group, 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.

Les membres du Conseil d'administration d'ITS Group présents physiquement ou par téléphone lors de cette séance, étaient Monsieur Jean-Michel Bénard, Monsieur Georges Rousseau et Monsieur Marc Lavine. Monsieur Robert Spiegel, Madame Ann Bénard et Madame Pauline Bénard, en situation de conflit d'intérêts, étaient absents.

Parmi lesdits membres présents du Conseil d'administration, Monsieur Jean-Michel Bénard étant en situation de conflit d'intérêts, n'a pas pris part au vote ni aux délibérations.

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 17 octobre 2019 le Conseil a pris acte de la signature d'un accord de négociations exclusives entre les principaux actionnaires de la Société (à savoir Monsieur Jean-Michel Bénard et sa famille, la société Cloud Invest, BNP Paribas Développement et Monsieur Robert Spiegel) en vue de la conclusion d'un protocole d'investissement aux termes duquel (i) lesdits actionnaires apporteraient leurs participations respectives dans ITS Group (l'« Apport ») à la société ITS Participations (l'« Initiateur »), et (ii) à l'issue de l'Apport, l'Initiateur déposerait un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, sur les actions d'ITS Group, pour un prix par action de 6,62 euros (l'« Offre »). Le Président informe le Conseil que l'Apport a été réalisé ce jour.

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 ITS Participations qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions d'ITS Participations 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 Associés en Finance, représenté par M. Philippe Leroy, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II 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 ;*
- *le constat de carence établi par la direction d'ITS Group le 18 novembre dernier qui a constaté que le Comité d'Entreprise n'avait pas rendu d'avis avant l'expiration du délai légal, sur le projet d'Apport, l'absence d'avis valant avis défavorable sur ce projet ;*

- 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 normé relatif au projet de note en réponse.

Le Président rappelle que préalablement à cette réunion, les membres indépendants du Conseil d'Administration ont pu s'entretenir et échanger, lors d'une réunion en date du 29 octobre 2019, avec l'expert indépendant sur les termes de l'offre et les conclusions de son rapport. Le Président présente les conclusions du rapport de l'expert indépendant à l'ensemble du Conseil d'administration.

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 (en ce inclus le retrait obligatoire) et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions d'ITS Participations, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'expert indépendant et dans le rapport de valorisation préparé par Invest Securities et (iv) du constat de carence établi par la direction dans le cadre de la procédure d'information-consultation du Comité d'Entreprise sur le projet d'Apport,

prend acte que :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre d'un processus initié par M. Jean-Michel Bénard afin de prendre le contrôle de la Société via l'Initiateur et de financer le projet d'Offre ;
- en matière de stratégie et de politique industrielle et commerciale de la Société, l'Initiateur a l'intention de poursuivre le développement des activités de la Société en collaboration avec les équipes dirigeantes et les salariés de la Société et de ses filiales et n'a pas l'intention de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière ainsi que les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;
- en matière d'emploi, l'Offre 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 n'a pas l'intention de fusionner avec la Société ;
- le Comité d'Entreprise n'a pas rendu d'avis avant l'expiration du délai légal, sur le projet d'Apport, l'absence d'avis valant avis défavorable sur ce projet ;
- l'Initiateur détenant à l'Issue de l'Apport plus de 30% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire ;
- dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a annoncé son intention de demander à l'AMF dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre (à l'exception des 181 010 actions gratuites attribuées définitivement par la Société le 25 septembre 2019 et des 431 616 actions auto-détenues par la Société) moyennant une indemnisation des actionnaires minoritaires au prix de l'Offre, soit 6,62 euros par action ;

- *le rapport de l'expert indépendant conclut au caractère équitable des termes de l'Offre (en ce inclus le retrait obligatoire) ;*

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

- *de la Société, en ce que le projet d'Offre n'a pas d'impact particulier en matière de stratégie, de politique industrielle. Par ailleurs, le retrait de la cote de la Société envisagé par l'Initiateur lui permettrait de réduire ses coûts liés aux différentes contraintes applicables à une société cotée sur Euronext Paris et de concentrer ainsi tous ses moyens financiers et humains à son développement. En effet, la Société n'envisageant pas d'avoir recours aux marchés financiers dans l'avenir pour se financer, les coûts récurrents de cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris semblent disproportionnés par rapport au bénéfice de la cotation.*
- *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 50,8% sur le cours de clôture au 16 octobre 2019 et une prime de 47,3% sur le cours moyen pondéré par les volumes à 3 mois ; il est précisé également que les titulaires d'actions gratuites de la Société, non visées par l'Offre, car leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation ne se termineront qu'après la clôture de l'Offre, bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité tel que décrit dans le projet de note en réponse ; et*
- *des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi,*

décide, en conséquence, d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre,

décide de ne pas apporter les 431 616 actions auto-détenues par la Société à l'Offre ;

approuve 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 normé relatif au projet de note en réponse et donne tous pouvoirs au président directeur général de la Société pour finaliser, signer et déposer ces documents auprès de l'AMF.

Monsieur Georges ROUSSEAU indique détenir 34.115 actions de la Société et déclare qu'il a l'intention de les apporter à l'Offre.

Cette décision est adoptée à l'unanimité étant précisé que Monsieur Jean-Michel Bénard s'est abstenu de prendre part au vote. »

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

Messieurs Jean-Michel Bénard et Roby Spiegel et Mesdames Ann Bénard et Pauline Bénard ont apporté leurs actions qu'ils détiennent dans la Société à l'Initiateur dans le cadre de l'opération d'Apport. Monsieur Georges Rousseau a l'intention d'apporter ses Actions de la Société à l'Offre. Monsieur Marc Lavine ne détient pas d'Actions de la Société autrement que conformément à l'obligation statutaire pour tout membre du Conseil d'administration d'être propriétaire d'une action de la Société.

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

Le Conseil d'administration lors de sa séance du 20 novembre 2019 a décidé que la Société n'apportera pas à l'Offre les 431 616 actions qu'elle détient.

7. AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE

Dans le cadre de la réalisation de l'Apport décrit à la section 2.1 du présent projet de note en réponse, le Comité d'Entreprise d'ITS Group a été informé et consulté, conformément à l'article L. 2323-33 al. 3 du Code du travail. La direction d'ITS Group a, à ce titre, constaté le 18 novembre dernier que le Comité d'entreprise n'avait pas rendu d'avis avant l'expiration du délai légal, sur le projet d'Apport, l'absence d'avis valant avis défavorable sur ce projet.

Conformément à l'article L. 2323-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée.

Cependant, en application de l'article L. 2323-44 du Code du travail, les salariés de la Société vont se voir remettre les documents liés à l'Offre dans un délai de 3 jours suivant le dépôt de l'Offre.

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 2.3 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 17 des statuts de la Société :

- un droit de vote double de celui-ci conféré aux autres actions sera attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ;
- en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, un droit de vote double est 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 ; et
- le bénéfice de ce droit de vote double est réservé aux actionnaires de nationalité française ou ressortissant de l'Union Européenne.

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.

A l'exception du Contrat de Liquidité qui sera conclu entre l'Initiateur et chacun des titulaires d'Actions Gratuites, 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 2.3 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

A l'exception du Contrat de Liquidité qui sera conclu entre l'Initiateur et chacun des titulaires d'Actions Gratuites, 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 29 juin 2019 (5 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'Administration en vue de permettre à la Société d'opérer sur ses propres actions	10% du capital social au 28 juin 2019	18 mois	29 décembre 2020	Néant (hors contrat de liquidité)
AGM 29 juin 2018 (8 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	2M € Etant précisé que ce montant s'imputera sur le montant des augmentations de capital réalisées en vertu des 9 ^{ème} et 10 ^{ème} résolutions	26 mois	29 août 2020	Néant
AGM 29 juin 2018	Délégation de compétence à	2M € Etant précisé	26 mois	29 août 2020	

(9 ^{ème} résolution)	l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel des actionnaires, par offre au public	que ce montant s'imputera sur le montant des augmentations de capital réalisées en vertu des 8 ^{ème} , 10 ^{ème} et 11 ^{ème} résolutions			Néant
AGM 29 juin 2018 (10 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'Administration en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre	15% de l'émission initiale et sous réserve du respect des plafonds prévues pour ladite émission	26 mois	29 août 2020	Néant
AGM 29 juin 2018 (11 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à l'effet d'émettre des titres de capital et des valeurs mobilières donnant accès au capital, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	10% du capital social, étant précisé que les émissions réalisées en vertu de cette délégation s'imputeront sur le plafond fixé par la 9 ^{ème} résolution	26 mois	29 août 2020	Néant
AGM 29 juin 2019 (17 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'Administration d'attribuer gratuitement des actions ordinaires de la Société	6% du capital social de la Société à la date d'attribution	26 mois	29 août 2021	Le Conseil d'Administration en date du 10 juillet 2019 a, en vertu de cette autorisation, attribué 353 605 actions gratuites, soit

					4,49% du capital.
--	--	--	--	--	-------------------

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'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

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

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance, a été désigné par la Société en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport d'équité sur les conditions financières de l'Offre, en ce compris le retrait obligatoire. Cette désignation a été ratifiée par le Conseil d'Administration d'ITS Groupe le 17 octobre 2019.

Ce rapport qui a été remis au Conseil d'administration le 20 novembre 2019 est reproduit 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 (<https://www.itsgroup.com/finances/informations-reglementees>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

ITS GROUP

42, rue Bellevue
92100 Boulogne-Billancourt

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. »

Jean-Michel Bénard
Président Directeur Général

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

(Voir ci-après)

* *

 *

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN EVENTUEL RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIEE PAR ITS PARTICIPATIONS SUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS ITS GROUP**

Le 20 novembre 2019



SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	4
II.	ITS Group : présentation, analyse et stratégie.....	6
	II.A. Actionnariat.....	6
	II.B. Activités résumées et historique du groupe ITS Group	7
	II.C. Description détaillée des activités d'ITS Group	9
	II.C.1. Trois métiers et expertises	10
	II.C.2. Présence géographique	12
	II.D. Marché et perspectives.....	13
	II.E. Eléments structurants de l'environnement	17
	II.F. Analyse financière d'ITS Group	21
	II.F.1. Analyse du compte de résultat	21
	II.F.2. Analyse du bilan	23
	II.F.3. Analyse du tableau de flux de trésorerie	24
III.	Examen des conditions de l'Offre	26
IV.	Evaluation d'ITS Group.....	31
	IV.A. Méthodes de valorisation écartées.....	31
	IV.A.1. Méthode de l'actif net réévalué	31
	IV.A.2. Valorisation par les dividendes.....	31
	IV.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers	31
	IV.B. Méthodes de valorisation retenues	32
	IV.B.1. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)	32
	IV.B.2. Examen du cours de l'action (à titre principal)	32
	IV.B.3. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	36
	IV.B.3.a. Méthodologie	37
	IV.B.3.b. Estimation du coût des ressources de financement.....	40
	IV.B.3.c. Résultats de la valorisation.....	42
	IV.B.3.d. Analyse de sensibilité	42
	IV.B.4. Méthode des comparables boursiers (à titre principal)	43
	IV.B.4.a. Méthodologie	43
	IV.B.4.b. Application	44
	IV.B.4.c. Résultats	45
	IV.B.5. Transactions récentes sur le capital d'ITS Group (à titre principal)	46
	IV.B.6. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif).....	47
	IV.B.6.a. Méthodologie	47

IV.B.6.b.	Application	47
IV.B.6.a.	Résultats	47
V.	Analyse des travaux de la banque présentatrice.....	49
V.A.	Méthodes de valorisation écartées et retenues	49
V.B.	Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	49
V.C.	Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance	50
V.C.1.	Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)	50
V.C.2.	Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	50
V.D.	Les méthodes présentées à titre principal par Associés en Finance	50
V.D.1.	Référence au cours de bourse (à titre principal)	50
V.D.2.	Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal)	51
V.D.3.	Méthode des comparables boursiers (à titre principal)	52
V.D.4.	Référence aux transactions récentes sur le capital (à titre principal)	52
V.D.5.	Synthèse de l'évaluation.....	53
VI.	Conclusion d'Associés en Finance	54
VII.	Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission	56
VIII.	Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®	60
VIII.A.	Trival® : modèle de coût des fonds propres	60
VIII.B.	Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	62
IX.	Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers	63
X.	Annexe 4 : Présentation des transactions comparables	65

I. Missions et moyens

Contexte

ITS Group (ci-après « **ITS** » ou la « **Société** ») est une Entreprise de Services du Numérique (ci-après « **ESN** »), spécialisée dans les Infrastructures, le Cloud et la Mobilité. L'action de la Société est cotée sur le compartiment C d'Euronext depuis 2005.

Le 17 octobre 2019, ITS a annoncé la signature d'un accord de négociations exclusives portant sur un projet de regroupement des participations de ses trois principaux actionnaires, à savoir Jean-Michel Bénard et certains membres de sa famille, Robert Spiegl et BNP Paribas Développement (ci-après les « **Acquéreurs** » ou les « **Actionnaires de Référence** »). Ces négociations ont abouti aux apports de leur participation respective au capital d'ITS Group (ci-après les « **Apports** »), réalisés le 20 novembre 2019, dans une holding, ITS Participations (ci-après le « **Holding** » ou l'« **Initiateur** »), qui détient, au 20 novembre 2019, un total de 4 060 254 actions ITS Group représentant 51,56% du capital et 51,36% des droits de vote.

A la suite de ces Apports, ITS Participations s'est engagé à initier une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « **OPAS** ») sur le solde des actions composant le capital social de la Société (ci-après l'« **Opération** » ou l'« **Offre** »), soit 3 201 675 actions après déduction (i) des 181 010 actions gratuites définitivement acquises le 25 septembre 2019 mais dont la période de conservation ne se terminera que le 25 septembre 2020 et (ii) des 431 616 actions auto-détenues par la Société. L'Initiateur a indiqué son intention de lancer une procédure de Retrait Obligatoire (ci-après « **RO** ») si les actions détenues par les actionnaires minoritaires d'ITS Group ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote d'ITS Group.

Mission d'Associés en Finance

Dans le communiqué du 17 octobre 2019 annonçant la signature d'un accord de négociations exclusives entre les Actionnaires de Référence, la Société a annoncé avoir désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant conformément à l'article 261 I, 1° 2° et 4°, et II, du Règlement Général (ci-après le « **RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »).

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle d'ITS Group (article 261.1 I alinéa 1 du RG), que les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261.1 I alinéa 2 du RG), qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261.1 I alinéa 4 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un éventuel Retrait Obligatoire, initiée par ITS Participations au Prix d'Offre de 6,62 € par action (ci-après « **Prix d'Offre** ») payable en numéraire, sur la totalité des actions existantes non détenues par l'Initiateur, à l'exception :

- des 181 010 actions attribuées gratuitement par la Société le 25 septembre 2018 et définitivement acquises le 25 septembre 2019 mais dont la période de conservation ne se terminera que le 25 septembre 2020 les rendant incessibles pendant cette période ;
- des 431 616 Actions auto-détenues par la Société dont 40 414 actions sont affectées au contrat de liquidité conclu avec Louis Capital Markets en date du 2 mai 2018 et 391 202 actions sont affectées à l'objectif d'une remise aux salariés et mandataires sociaux de la Société dans le cadre de plans d'achat ou d'attribution d'actions.

soit un nombre maximum de 3 201 675 actions représentant 40,66% du capital et 40,89% des droits de vote de la Société, au prix de 6,62 € par action payable en numéraire.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec Invest Securities susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont été fournies par ITS Group et ses conseils ou étaient publiques. Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif d'ITS Group et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires d'ITS Group quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant le 13 septembre 2019 par ITS Group, ratifiée par le Conseil d'Administration d'ITS Group du 17 octobre 2019, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée jusqu'au 20 novembre 2019. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 16 octobre 2019, soit à la veille de l'annonce de l'Offre.

II. ITS Group : présentation, analyse et stratégie

ITS Group est une société de services du numérique créée en 1997 par Jean-Michel Bénard. La société est cotée depuis 2005 sur le compartiment C d'Euronext Paris. Le groupe emploie aujourd'hui environ 1 100 collaborateurs majoritairement en France, mais aussi en Belgique et en Suisse.

La Société est spécialisée dans la gestion des infrastructures IT et développe ses activités autour de 3 pôles métiers. Elle accompagne ses clients à travers des prestations d'**Infogérance** réalisées sur site ou à partir de centres de services externalisés. ITS Group effectue également des prestations de **Hosting/Cloud** dans lesquelles la Société offre à ses clients l'hébergement d'infrastructures et plateformes *cloud* au sein de ITS Group. Par ailleurs, le groupe propose grâce à ses partenariats technologiques forts les constructeurs et éditeurs des **Activités de négoce** et d'intégration d'infrastructures à travers sa filiale Suisse.

ITS Group bénéficie historiquement d'un positionnement fort auprès du secteur Banque, Assurances et Mutuelles (qui représente environ 32,0% de l'activité du groupe en 2018) et dispose d'une véritable légitimité auprès des acteurs majeurs sur ce segment.

II.A. Actionnariat

Au 20 novembre 2019, le capital de la Société est composé de 7 874 555 actions ordinaires, dont 431 616 auto-détenues. Suite aux Apports, ITS Group est détenu majoritairement, par ITS Participations, qui possède 51,6% du capital. Le regroupement des participations de ses Actionnaires de Référence au sein d'ITS Participations a abouti à la structure de capital présentée Figure 2.

Figure 1 : Actionnariat d'ITS Group avant Apports

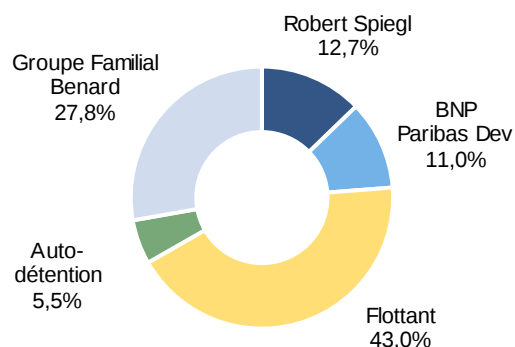
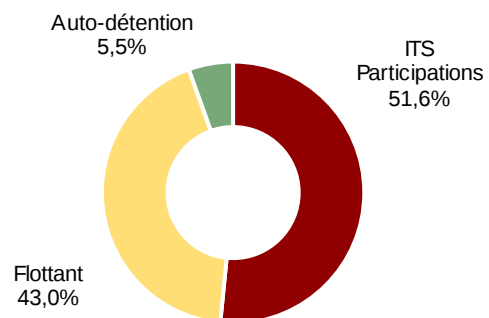


Figure 2 : Actionnariat d'ITS Group après Apports



Sources : ITS Group, Note d'information

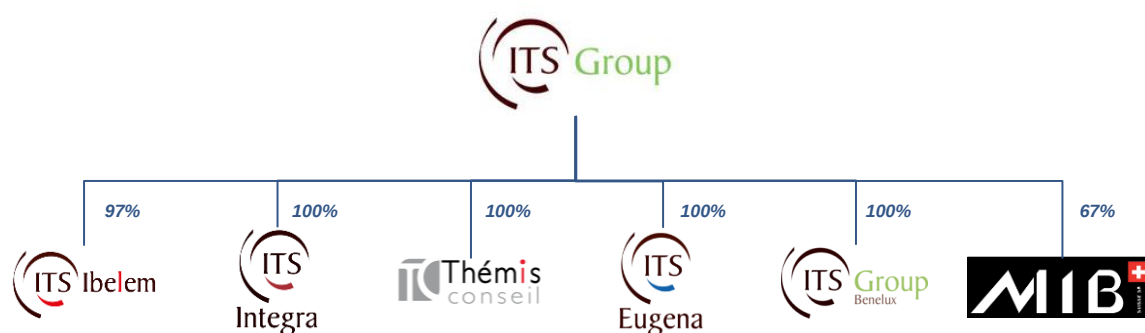
II.B. Activités résumées et historique du groupe ITS Group

Organisation des activités d'ITS Group

ITS Group s'organise autour de 3 pôles d'activités :

- Le pôle « **Prestations de services** » est le cœur de métier d'ITS Group et regroupe : les prestations d'infogérance réalisées chez le client ; le conseil et l'accompagnement dans la transformation des infrastructures informatiques ; l'intégration et la distribution de solutions de mobilités au sein des entreprises (messagerie, outils de facilitation organisationnelle...). Dans le cadre de ces prestations, l'entreprise gère les infrastructures IT de ses clients et leur fournit une assistance technique.
- Le pôle « **Hosting/Cloud** » regroupe les prestations d'hébergement et de conseil en transition vers les services *Cloud*. Ces prestations réalisées hors site clients permettent aux clients de se libérer des contraintes liées à la gestion de leur infrastructure informatique. Grâce aux 5 centres de données (*data centers*) que possède ITS Group, la société prend en charge 6 000 serveurs pour plus de 400 clients (ce qui en fait un des principaux acteurs du marché français).
- Le pôle « **Négoce d'infrastructures** » via sa filiale MIB Suisse, ITS Group réalise des activités de négoce et d'intégration d'infrastructures en Suisse. Elle acquiert des volumes significatifs d'infrastructures informatiques, essentiellement auprès de son partenaire Hewlett-Packard, à des conditions avantageuses et les revend en plus petites quantités à ses clients locaux. Cette activité est issue de l'acquisition d'Overlap en 2013.

Figure 3 : Organigramme juridique d'ITS Group au 30 juin 2018



Source : ITS Group

Historique du groupe ITS Group

ITS Group est fondée en 1997 par Jean-Michel Bénard. La Société a tout d'abord été spécialisée dans la mise en œuvre de solutions *software* pour la production avant de se développer au fur et à mesure des années par ses acquisitions, offrant des expertises différentes et de nouvelles lignes métiers.

Après sa création, la Société se développe rapidement grâce à une politique de croissance externe soutenue. ITS Group est ainsi introduit en bourse en octobre 1999 après seulement quelques années d'existence. En 2004, la Société fait l'acquisition d'Ibelem, *pure player* de la Mobilité et du Wi-Fi

spécialiste Blackberry. Cette acquisition a permis à ITS Group de faire ses premiers pas dans la mobilité et d'intégrer un pôle d'expertise utile pour le développement des projets IT. En 2005, la Société fait l'acquisition de Seevia, une ESN employant 180 personnes qui a permis au groupe de changer de dimension (29,1 M€ de CA pro forma en 2005 vs 14,3 M€ en 2004). Par ailleurs, l'intégration de cette acquisition et d'Integra (filiale de Seevia) permet au groupe de se positionner sur le métier de l'expertise en hébergement web. En 2007, ITS Group passe le cap significatif des 500 collaborateurs et son chiffre d'affaires dépasse les 50 M€. La Société continue sa phase de croissance externe afin de renforcer son modèle *pure player* de l'infogérance d'infrastructures grâce à de nouvelles acquisitions (Hémisphère en 2007 et iMedia en 2008).

Le début des années 2010 est marqué par une stratégie de diversification des métiers de la Société avec de nouvelles acquisitions : la Société fait l'acquisition en 2011 de Thémis Conseil, cabinet de conseil en systèmes d'information, organisation et management. ITS Group renforce ainsi son offre autour de la transformation, de l'optimisation et de la compétitivité des Systèmes d'Information. En 2013 intervient l'acquisition des sociétés Overlap (société spécialisée dans le négoce d'infrastructures de marques comme IBM, HP ou Oracle qui emploie 190 personnes) et MIB Suisse avec la volonté d'intervenir en amont et en aval de la chaîne de valeur.

Entre 2015 et 2018, le groupe réalise l'acquisition de Bluesafe (expert technologique sur la mise en œuvre de solutions Wi-Fi professionnel) afin de renforcer l'activité Mobilité du groupe et d'Asplenium dans le but de capter le potentiel de croissance de la gestion des données de santé.

Cependant en 2018, ITS Group entame un virage stratégique et décide de se recentrer sur ses activités à plus forte valeur ajoutée. Suite à de nombreuses difficultés d'intégration d'Overlap, qui pèse sur les performances des autres pôles, ITS Group décide d'engager un processus de cession (et ne conserve que les activités de négoce d'infrastructures en Suisse).

En 2019, ITS Group reprend sa politique de croissance externe et fait l'acquisition d'Eugena Consulting, une entreprise spécialisée dans la sécurité des systèmes d'information et l'amélioration de la performance digitale. Rapidement, la société est intégrée et opère désormais sous le nom d'ITS Eugena.

Figure 4 : Historique d'ITS Group



Source : ITS Group

II.C. Description détaillée des activités d'ITS Group

La Société se positionne comme une ESN spécialisée dans le déploiement de solutions destinées à gérer les infrastructures IT pour le compte des DSI (Directeur des systèmes d'information). Elle accompagne ses clients sur l'ensemble des phases d'un projet en partant du conseil et architecture à l'intégration, en passant par la maintenance et l'hébergement.

II.C.1. Trois métiers et expertises

Prestations de Services

Ce pôle, qui regroupe la gestion des infrastructures, représente le cœur de l'activité de la Société.

Prestations réalisées sur le site client

ITS Group répond aux problématiques liées aux infrastructures grâce à des équipes basées chez les clients. La Société opère en assistance technique ou en mode projet.

Elle propose à ses clients un accompagnement sur des axes de transformation tels que la mise en place d'infrastructures *as code* (automatiser la gestion et l'approvisionnement de l'infrastructure informatique grâce au code informatique), la migration vers le *cloud*, et la transformation des métiers de l'ingénierie de production vers des modèles automatisés. L'objectif est de faire évoluer les infrastructures IT des clients afin de les rendre plus agiles.

Par ailleurs, les prestations de ce pôle regroupent aussi l'activité en cybersécurité. Grâce à cette expertise, ITS Group accompagne ses clients dans la mise en place des *Best Practices* en matière de Gestion de la Sécurité Informatique (organisation, rôles Métier, SOD, rectification) pour appréhender les risques inhérents à la transformation digitale et au respect de la conformité réglementaire. Par ailleurs, les récentes réglementations mises en place (Réglementation Générale sur la Protection des Données) ont conduit ITS Group à se renforcer sur cette ligne métier avec l'acquisition d'Eugena. Ainsi, la Société propose une offre complète d'accompagnement allant de la conformité à la sécurisation des infrastructures et applications contre les menaces liées à la cybercriminalité.

Conseil en systèmes d'information, organisation et management

Avec sa filiale Themis, ITS Group se positionne auprès de ses clients en amont des projets IT en les accompagnant dans toutes les phases de la refonte de leur SI (dans un rôle de Maîtrise d'Ouvrage « MOA » ou d'assistant d'Assistance à Maîtrise d'Ouvrage « AMOA »). La Société intervient directement au niveau des Directions Générales, en appui de leurs réflexions stratégiques, de leurs directions métiers et de leur direction informatique en accompagnement de leurs projets de transformation : refonte des offres, alignement et évolution des systèmes d'information, transformation des organisations, évolutions réglementaires.

Ce type de métier est la spécialité du cabinet Thémis Conseil qui offre trois pôles d'expertise : dans le domaine de l'assurance de personnes (santé et prévoyance) ; de l'énergie, la distribution, l'industrie, les transports ; et de la banque (risques).

Intégration et gestion de solutions de mobilités

ITS Group offre à ses clients un accompagnement dans la gestion des outils de mobilité (smartphones, tablettes...) et le déploiement d'espaces numériques de travail sécurisés. De plus, via certaines de ses filiales, le groupe propose un accompagnement dans la réalisation des applications multi-plateformes sur les différents systèmes d'exploitation iPhone, iPad, Android, Windows Phone et BlackBerry. L'accompagnement se fait depuis la définition stratégique adaptée à la mise en ligne de l'application.

Avec sa filiale ITS Ibelem, la Société est spécialisée dans ce métier et offre à ses clients 6 expertises :

- Mobilité : Accompagnement dans la gestion des outils de mobilité (smartphones, tablettes...) et développement d'espaces numériques de travail sécurisés ;

- Gestion unifiée des postes de travail : Offre de solution permettant la gestion des parcs de terminaux et permettant aux utilisateurs de travailler en toute sécurité quel que soit le terminal utilisé (Windows, mac OS, IOS, Android)
- Gestion moderne des espaces physiques de travail : Utiliser les nouvelles technologies pour la modernisation des espaces de travail tels que la réservation de salles de réunion ou d'emplacements, ou la collaboration ;
- Sécurité des flux et des applications : Prise en charge de la sécurité des infrastructures clients (applications, terminaux) grâce à des solutions de *firewall*, d'authentification ;
- Réseaux, Wi-Fi, LAN : Conception pour les clients des réseaux filaires et Wi-Fi aux normes les plus récentes ;
- SD-WAN : Offre de logiciels de SD-WAN, basés sur le *Cloud* qui permet de réguler les flux de manière intelligente et dynamique.

Hébergement, Cloud et Services Managés

ITS Group offre à ses clients un accompagnement et du conseil dans les solutions *cloud*. Les services proposés sont : l'accompagnement et le conseil ; la création et la migration ; le support ; la sauvegarde externalisée et la formation des utilisateurs.

Les filiales ITS Integra et Asplenium Hosting Services sont les deux entités composant cette ligne métier. Integra est l'une des filiales les plus actives d'ITS Group. La société offre à ses clients une forte expertise en infogérance hors site client (des systèmes d'information à la gestion de la sécurité et de la conformité en passant par le management des services *Cloud*) et hébergement. De plus, Integra est l'un des tous premiers hébergeurs français avec plus de 6 000 serveurs hébergés et infogérés. Asplenium a, depuis son acquisition par ITS Group en janvier 2018, permis de renforcer les offres de l'activité hébergement grâce à des solutions d'hébergement des données sensibles, en particulier dans le domaine de la santé. Cette filiale est agréée par l'Etat français pour l'hébergement de ce type de données.

Négoce d'infrastructures

La filiale MIB Suisse réalise des activités de négoce et d'intégration d'infrastructures en Suisse. Elle acquiert des volumes significatifs d'infrastructures informatiques, essentiellement auprès de son partenaire HP, à des conditions avantageuses et les revend en plus petites quantités à ses clients locaux.

En 2018, cette activité représentait une part significative du chiffre d'affaires d'ITS Group grâce à sa filiale ITS Overlap. Cette dernière a été cédée en 2018 et l'activité de négoce d'infrastructure ne représente plus que 8,0% du chiffre d'affaires consolidé au premier semestre 2019.

Figure 5 : Répartition du chiffre d'affaires par métier au premier semestre 2019

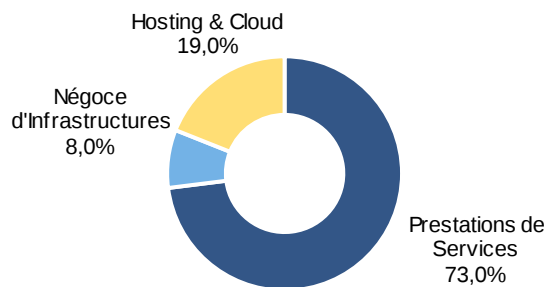
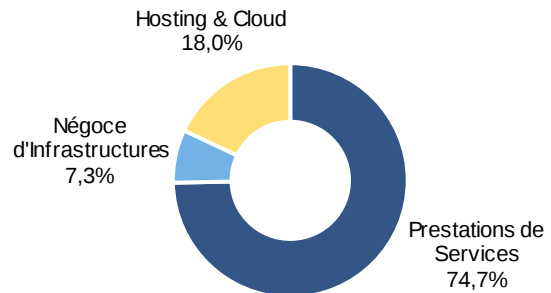


Figure 6 : Répartition du résultat opérationnel courant par métier au premier semestre 2019

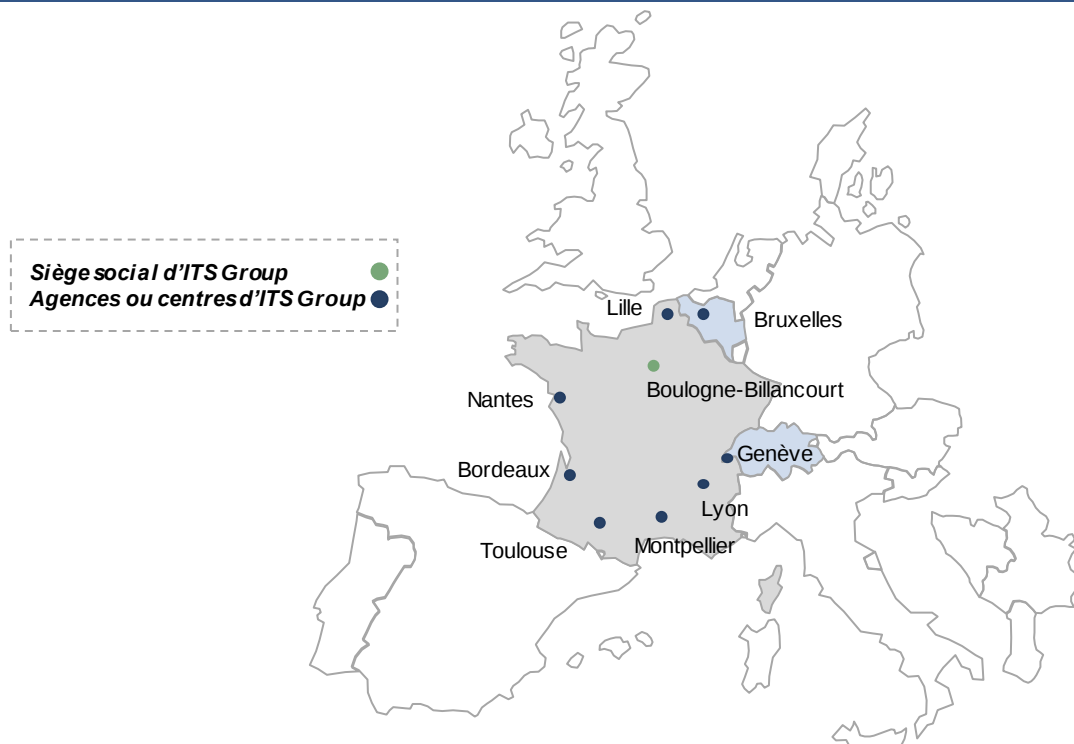


Source : ITS Group - Rapport Semestriel 2019

II.C.2. Présence géographique

Au cours des années 2000, ITS Group a réalisé de nombreuses opérations de croissance externe. Par ces acquisitions, la Société s'est implantée dans un plus grand nombre de villes françaises mais également dans les pays limitrophes. La première implantation hors de France est en Belgique avant une arrivée en Suisse en 2010 avec l'acquisition de MIB Suisse.

Figure 7 : Une présence de proximité en France



Source : ITS Group

ITS Group bénéficie d'une très forte présence en France avec des agences à Lille, Boulogne-Billancourt, Nantes, Lyon, Bordeaux, Toulouse ainsi qu'un centre multi services à Montpellier. De plus,

la Société dispose d'une agence à Bruxelles, représentant ITS Benelux, et une à Genève pour les activités de MIB Suisse (négoce d'infrastructures IT).

Figure 8 : Ventilation du CA d'ITS Group par secteur d'activité clients en 2018

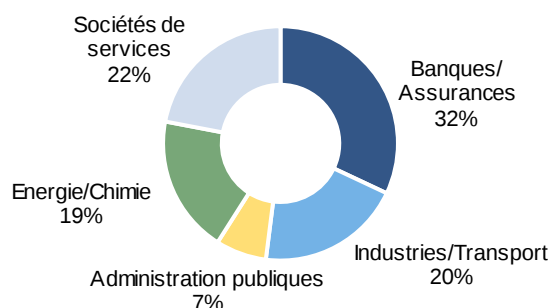
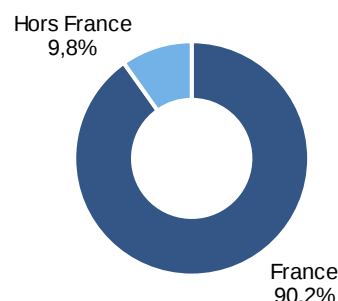


Figure 9 : Ventilation du CA d'ITS Group par zone géographique au premier semestre 2019

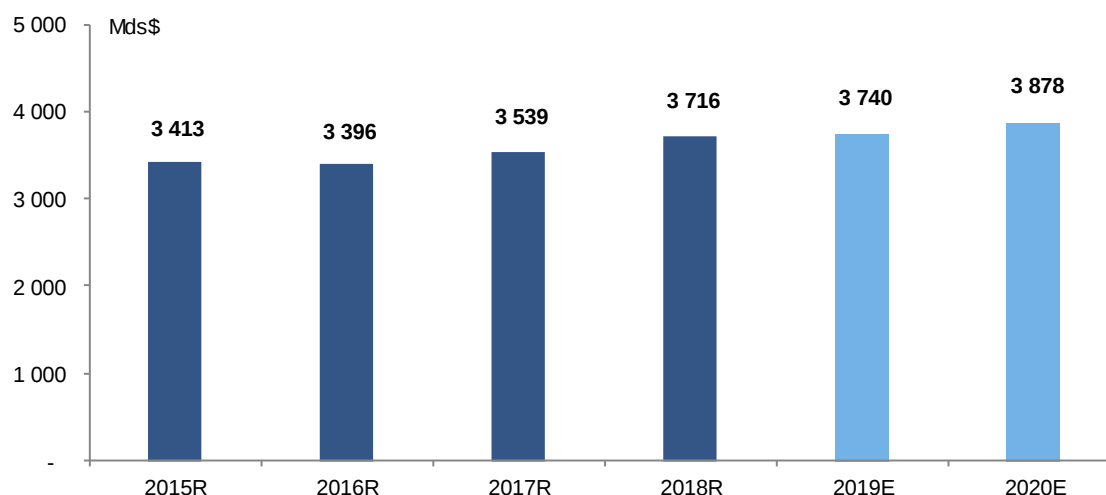


Source : ITS Group - Rapport Semestriel 2019 et Rapport Annuel 2018

II.D. Marché et perspectives

Les entreprises de services du numérique évoluent dans un secteur dynamique. En effet, le mouvement de digitalisation des entreprises initié maintenant depuis plusieurs années se poursuit avec une croissance des dépenses IT. Selon une étude réalisée par Gartner, les dépenses IT ont été de 3 716 Mds\$ en 2018, en hausse de +5,0% par rapport à 2017. Toujours d'après la même étude, le marché devrait atteindre 3 740 Mds\$ en 2019 (+0,6%) et 3 878 Mds\$ en 2020 (+3,7%).

Figure 10 : Dépenses IT dans le monde depuis 2015



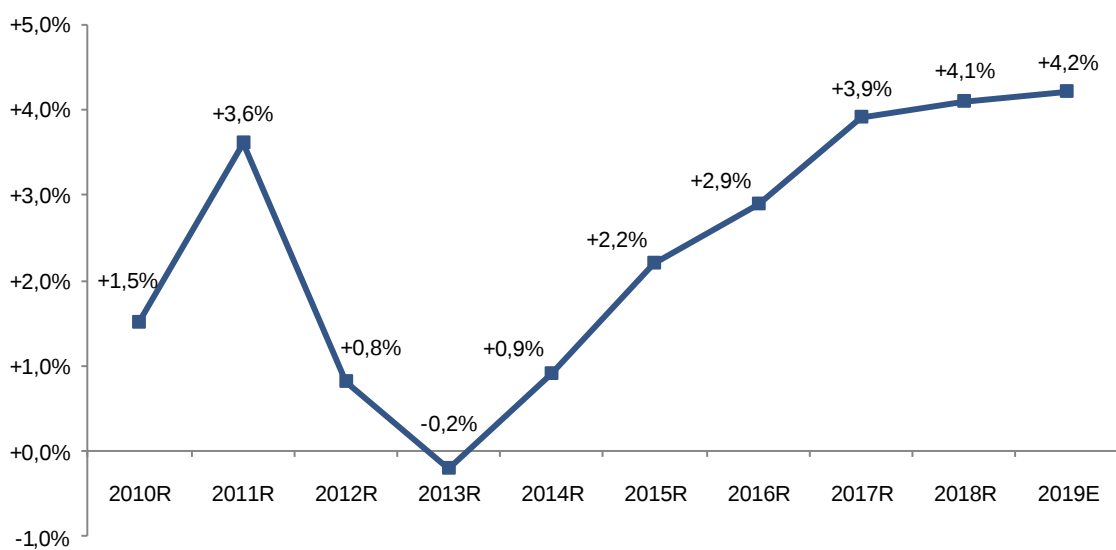
Source : Gartner

Au niveau mondial, les services numériques (conseil IT, ingénierie et intégration SI, infogérance, R&D externalisée) ont progressé de +6,7% à 993 Mds\$ en 2018. Le secteur devrait poursuivre cette bonne dynamique avec +3,8% en 2019 et +5,5% en 2020.

En France, le marché des services numériques (conseil et services informatiques, édition de logiciels, R&D externalisée) était de 56,3 Mds€ en 2018 soit une croissance de +4,1%, selon Syntec Numérique. Le marché français devrait continuer sa progression avec un taux de +4,2% en 2019. Le chiffre d'affaires du sous-segment du conseil et des services informatiques s'est élevé à 34,3 Mds€ en 2018 et est attendu à 35,4 Mds€ (+3,0%) en 2019.

Le marché des services numériques bénéficie de deux moteurs de croissance significatifs : (i) l'augmentation des dépenses en technologies de l'information considérées comme stratégiques et prioritaires par les entreprises et les organismes publics et (ii) la croissance du degré d'externalisation des services IT par les entreprises « industrielles » rendue inéluctable par la complexification des processus informatiques.

Figure 11 : Croissance du secteur des ESN en France depuis 2010



Source : Syntec Numérique Bilan 2018 et Perspectives 2019

4 grandes catégories de services en informatique

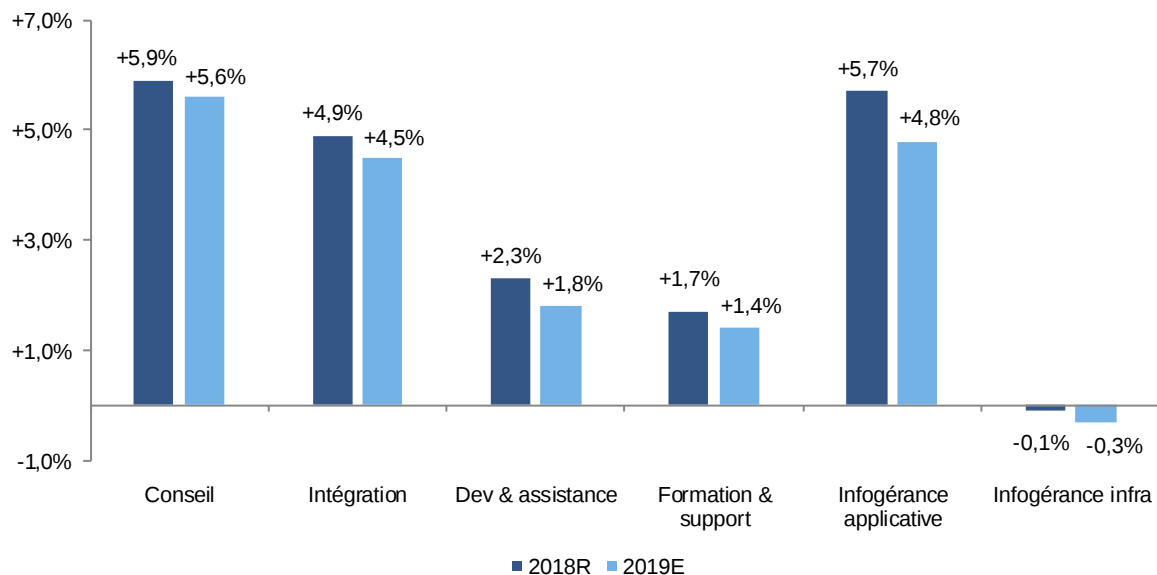
Les services numériques correspondent à l'un des trois segments du marché plus global de l'informatique, au côté des logiciels et du matériel informatique. Le segment des services numériques est lui-même sous-segmenté en 4 activités :

- **Conseil informatique** correspond est un service primordial pour le développement des ESN car il est le point de départ de tout projet informatique. L'objectif est d'accompagner les clients dans leur transformation digitale en fonction de leurs besoins et leurs ambitions.
- **Ingénierie et intégration de systèmes informatiques** : ces missions correspondent à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information.
- **Infogérance** correspond à la prise en charge par la société du système d'information de ses clients, ce service peut être pluriannuel ou forfaitaire.
- **Maintenance, assistance et formation** : cela peut être de la maintenance de matériel informatique ou de la maintenance d'application.

Malgré la distinction entre ces différents métiers, les acteurs du secteur tendent à proposer une offre de guichet unique afin de répondre aux attentes de leurs clients. Cette stratégie conduit à un

mouvement de consolidation qui s'illustre régulièrement par des acquisitions de structures spécialisées par les acteurs de taille importante du secteur (Capgemini, Orange, Atos, Accenture, Econocom, Sopra Steria, etc).

Figure 12 : Croissance des métiers du conseil en France



Source : Syntec Numérique Bilan 2018 et Perspectives 2019

La dynamique du chiffre d'affaires des ESN est disparate selon les segments. On peut noter la très bonne performance de l'édition de logiciel à +5,3%, portée par la demande en intégration de logiciels. Le conseil a également connu une progression intéressante de son chiffre d'affaires (+5,9%), grâce à la transformation numérique accentuant les besoins en accompagnement spécialisé. Cependant l'activité d'infogérance d'infrastructure a connu une baisse de -0,1%. Ce segment souffre notamment de la montée en puissance du *cloud* qui rend petit à petit obsolète l'infogérance présentielle. Par ailleurs, les pressions tarifaires de la part des clients et des fournisseurs de solutions logicielles et matériels contribuent à la moindre performance des activités à faible valeur ajoutée pour lesquelles les offres sont standardisées.

La montée en puissance des SMACS (acronyme regroupant les réseaux sociaux, la mobilité, l'analytique, le *cloud* et la cybersécurité), participe à la croissance de l'activité des ESN, notamment les secteurs du *cloud* et de la cybersécurité.

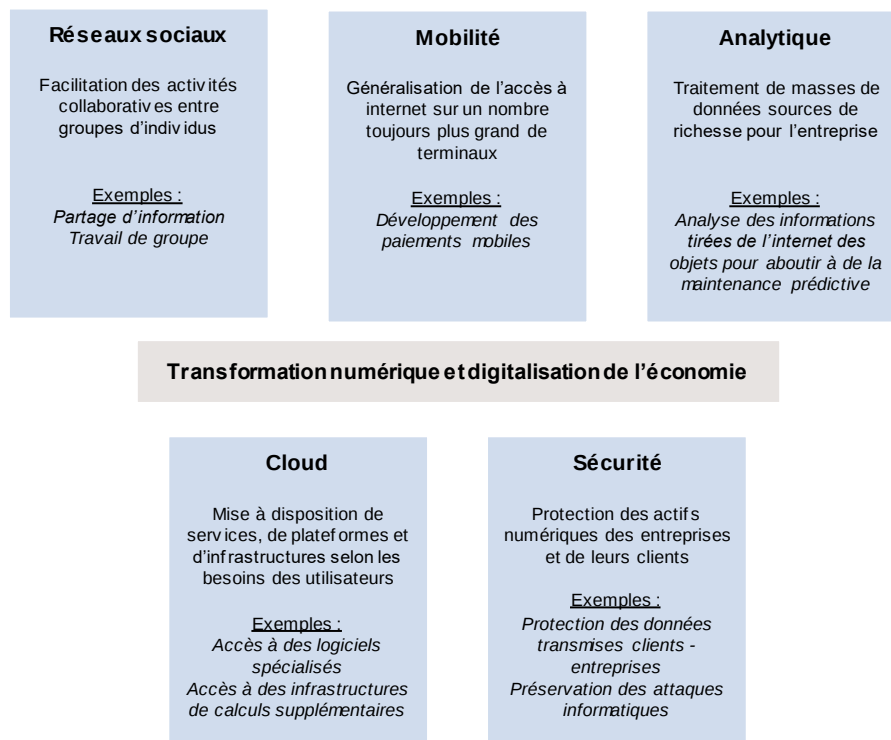
L'essor des SMACS

Cinq segments apparaissent au cœur de la transformation numérique de l'économie. On réunit ces activités sous l'acronyme SMACS :

- Réseaux sociaux : Facilitation des activités collaboratives entre les groupes d'individus (partage d'information, travail de groupe...).
- Mobilité : Généralisation de l'accès à internet sur un nombre toujours plus grand de terminaux (développement des paiement mobiles, applications...).
- Analytique : Traitement de masses de données (analyses des informations tirées de l'internet des objets pour aboutir à de la maintenance prédictive...).

- Cloud : Mise à disposition de services de plateformes et d'infrastructures selon les besoins des utilisateurs.
- Cybersécurité : protection des actifs numériques des entreprises et de leurs clients.

Figure 13 : SMACS



Source : Xerfi

En 2018, les SMACS représentent près de 25% du marché logiciels et services soit environ 12 Mds€. Ces segments créent de nouvelles activités à forte valeur ajoutée au sein des services numériques, ils soutiennent le conseil en informatique mais bousculent les segments de l'infogérance traditionnelle. Désormais ces technologies figurent parmi les principaux postes de dépenses des Directions des Systèmes d'Information. Le marché du *cloud* a par exemple cru de +23% en France en 2018 et le marché de la cybersécurité a également connu une forte progression ces deux dernières années (+24% entre 2016 et 2018) notamment à cause de la recrudescence des attaques informatiques et des réglementations RGPD.

Cloud

L'utilisation des services de *cloud* se diffuse rapidement au sein des entreprises françaises qui comprennent de plus en plus son utilité et ses avantages. En 2018, 70% des ESN proposent des services Cloud. Ces derniers ont en effet généré 18% de leur chiffre d'affaires sur les domaines de l'intégration et du conseil, et devraient atteindre 22% en 2019. Cependant, ce marché a encore d'importantes perspectives de croissance. En effet, d'après une étude Eurostat, plus de 19% des entreprises de plus de 10 salariés achètent des services de cloud, contre 42 % au Royaume-Uni et 65% Finlande. En France, ce taux passe à 60% pour les entreprises de plus de 250 salariés.

Cybersécurité

En 2018, le marché de la cybersécurité dans le monde a atteint 96,3 Mds\$. Selon la dernière étude IDC, cette progression devrait se poursuivre dans les années à venir. En 2019, IDC s'attend à une

hausse du chiffre d'affaires du secteur de +10,7% pour atteindre les 106,6 Mds\$. Dans les 4 ans à venir, IDC prévoit que le marché de la sécurité informatique enregistre une progression annuelle moyenne de 9,4% pour atteindre 151,2 Md\$ de chiffre d'affaires en 2023.

Le marché français de la cybersécurité a augmenté de 24% entre 2016 et 2018, et cet essor profite particulièrement aux ESN. En effet, l'externalisation de la cybersécurité s'est généralisée en raison du manque de main-d'œuvre qualifiée ainsi que la multiplication des cyberattaques. L'année 2018 a été marquée par la mise en place du Règlement Général sur la Protection des Données en France. Afin de répondre aux nouveaux critères de conformité, de nombreuses entreprises ont eu recours à des prestations d'audit et de contrôle.

Figure 14 : Marché de la cybersécurité en France (en millions €)

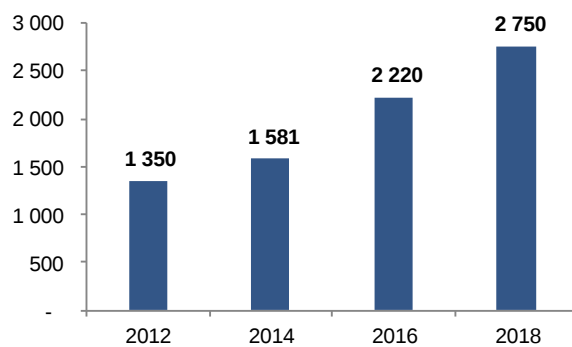
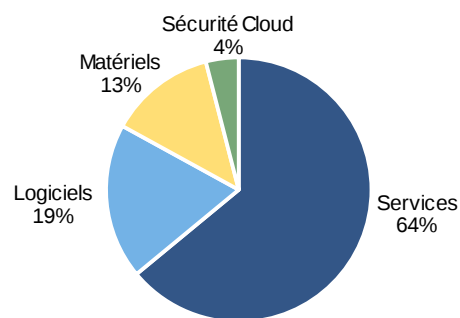


Figure 15 : Marché mondial de la cybersécurité par type de prestation



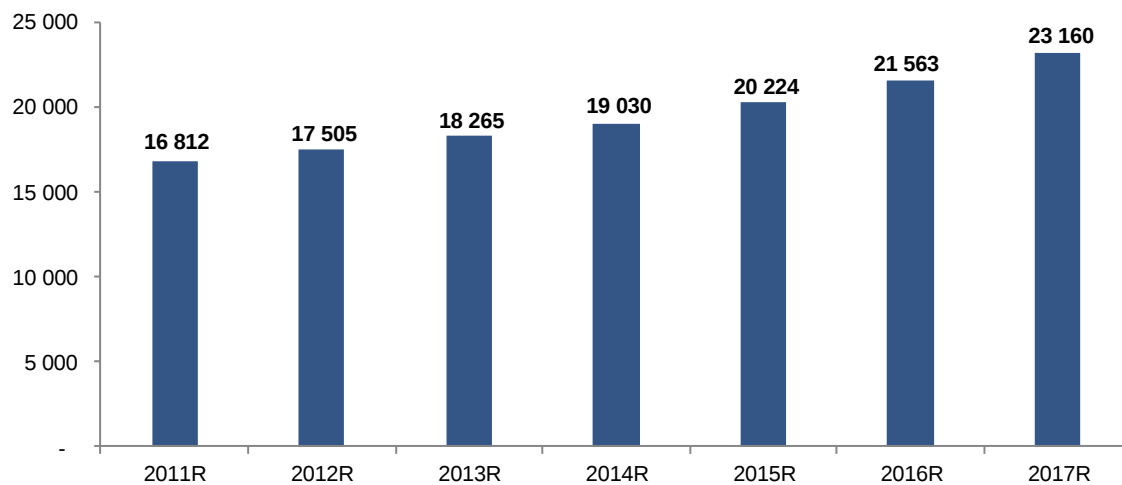
Sources : PAC, IDC – Données 2018

II.E. Éléments structurants de l'environnement

Barrières à l'entrée et nouveaux entrants

Le métier des ESN comporte généralement peu de barrières à l'entrée. La principale source de valeur ajoutée des entreprises du secteur réside dans l'expertise de ses ressources humaines et ne nécessite donc pas d'investissements financiers importants. Cette absence de barrières à l'entrée facilite l'apparition de nouveaux entrants : entre 2011 et 2017, le nombre d'établissements dans le secteur des services numériques a augmenté de +32% et les effectifs salariés ont augmenté de +25%. Cette tendance s'est d'ailleurs accélérée entre 2016 et 2017 en raison de l'essor du digital et malgré le développement du *offshoring*.

Figure 16 : Nombre d'établissement du secteur des services numériques en France



Source : ACOSS

En outre, la diversification de l'offre des ESN sur des domaines tels que la cybersécurité constitue des portes d'entrée pour l'arrivée de nouveaux acteurs historiquement spécialisés dans la défense ou les télécoms (Orange Business Service, Thales, Airbus, etc).

Virage technologique et degrés d'externalisation

Le virage technologique entrepris depuis maintenant plusieurs années par l'ensemble des sociétés reste un moteur de croissance puissant pour les ESN. Cette transformation digitale est par ailleurs renforcée par un degré d'externalisation important alimenté par la complexification technologique permanente.

En effet, une grande majorité des directions des systèmes d'information ne dispose pas des compétences internes nécessaires à la mise en œuvre d'une politique globale de transformation digitale. Elles font donc appel en masse à des sociétés externes afin de leur confier tout ou partie de leur système d'information ou de se faire accompagner dans leur politique de transformation digitale. Il en résulte un risque relativement faible de voir les entreprises clientes réinternaliser les services de gestion des infrastructures informatique ou d'hébergement.

Un marché dominé par des acteurs de grande taille

Dans cet environnement très concurrentiel, on observe une nette domination des principaux acteurs. Les français Capgemini et Atos côtoient les américains IBM et Accenture en haut du classement des ESN en France. Ces 4 entreprises ont l'avantage de pouvoir proposer à leurs clients des offres couvrant l'ensemble des besoins, du conseil à l'infogérance. Ces groupes s'adressent plus particulièrement aux grandes multinationales dans tous les différents types de métiers. Grâce à leurs nombreuses filiales, ces 4 géants des services numériques proposent des expertises dans tous les domaines dans le monde entier.

La structure concurrentielle du secteur est paradoxale, composée principalement de TPE et PME : l'étude Syntec Numérique « Bilan 2018 et perspectives 2019 » montre que sur les 28 000 sociétés qui composent le secteur de l'édition de logiciels et le conseil et services, 96 % emploient moins de 50 salariés. Le marché dispose donc d'un fort potentiel de consolidation répondant à la demande des

clients qui cherchent des offres globales et intégrées mais aussi des sociétés financièrement plus établies.

Environnement réglementaire

Les évolutions réglementaires récentes, notamment concernant la protection des données et la sécurité des systèmes d'information, peuvent impliquer des nouvelles contraintes pour les ESN qui devront réaliser des investissements humains et matériels importants afin d'assurer des prestations de qualité. Cependant, ces nouvelles contraintes réglementaires peuvent également pousser les directions des systèmes d'information des sociétés industrielles à externaliser la gestion de leur SI, faute de compétences adéquates en interne.

Concurrence tarifaire

L'évolution des prix des prestations de services numériques souffrent à la fois d'une concurrence très importante et d'une standardisation des offres de prestations classiques telles que l'infogérance. De plus, afin de répondre aux attentes tarifaires de leurs clients, les ESN de grandes tailles recourent massivement à l'*offshoring* et à la sous-traitance à des sociétés situées en Inde ou au Maroc, leur permettant ainsi de bénéficier de main-d'œuvre bon marché.

Des difficultés pour trouver des profils adaptés

La valeur ajoutée des ESN repose avant tout sur la qualité des ressources humaines. Les acteurs mettent donc en place des stratégies de recrutement agressives notamment à destination des profils juniors (moins de 2 années d'expérience). Les ESN sont des sociétés de services, dont le poste de charge principal est les frais de personnel (en moyenne 50% du chiffre d'affaires des ESN).

Le besoin en main d'œuvre ne devrait d'ailleurs pas se réduire dans les années à venir. Les grandes ESN ont annoncé avoir l'intention de recruter de manière importante en 2019 : Capgemini 4 000 (dont 2 700 juniors) ; Atos 2 000 (dont 1 600 juniors) ; Accenture 1 500 (dont 500 juniors).

Figure 17 : Création nette d'emplois

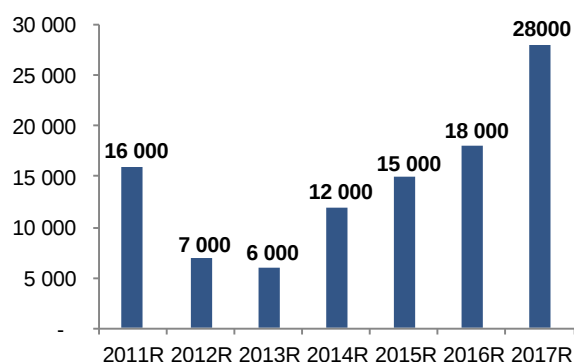
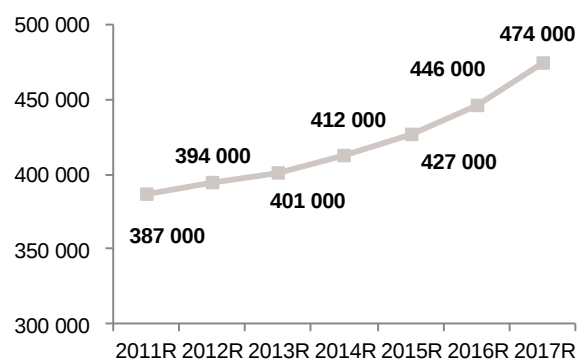


Figure 18 : Evolution du nombre de salariés



Source : Syntec

Synthèse de l'analyse de forces et faiblesses d'ITS Group

Figure 19 : Analyse SWOT d'ITS Group

Forces	Faiblesses
Expertise technologique et historique dans la gestion des infrastructures IT, renforcée par le recentrage sur les activités stratégiques initié fin 2018 à la suite de la cession des activités de négoce	Exposition au secteur bancaire et assurantiel et concentration du portefeuille client très importantes avec une offre centrée sur la gestion des infrastructures
Bonne capacité à gérer la croissance externe	Retards accumulés sur le développement des activités stratégiques, liés à la cession de l'activité de négoce
Pluri-annualité des contrats	Marché composé d'acteurs de tailles supérieures à ITS Group (Atos, Devoteam...)
Coûts de production assez stables (charges de personnels) avec une croissance modérée	Dépendance au marché français liée à la complexité de développement à l'international
Présence de proximité avec des agences régionales	Nécessité d'une constante agilité à l'acquisition/cession pour faire face à environnement très mouvant
Opportunités	Menaces
Augmentation des réglementations sur la protection des données et la sécurité des systèmes d'information	Faibles barrières à l'entrée
Marché des services numériques en forte croissance (développement du cloud et de la cybersécurité)	Modification de l'environnement technologique importante
Potentiel de consolidation du marché	Difficulté dans le recrutement de profils adaptés pour adresser les demandes clients
Recentrage de l'activité sur les offres à forte valeur ajoutée	Secteur très concurrentiel avec de nombreux acteurs : très faible potentiel de revalorisation tarifaire sur les offres "basiques"

Source : Associés en Finance

II.F. Analyse financière d'ITS Group

II.F.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat

Compte de résultat (M€)	2014R	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
Chiffre d'affaires	185,0	192,2	188,8	178,9	134,1	69,9
<i>Croissance</i>	<i>60,6%</i>	<i>3,9%</i>	<i>(1,7%)</i>	<i>(5,2%)</i>	<i>(25,1%)</i>	<i>(19,0%)</i>
Charges de personnel	(80,9)	(86,4)	(86,8)	(87,5)	(80,4)	(41,7)
Coûts externes	(93,7)	(98,5)	(93,1)	(82,9)	(45,6)	(24,3)
EBITDA courant	10,5	7,2	8,9	8,5	8,1	3,8
<i>Marge d'EBITDA courant (%)</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>
Dotations nettes Amort. & Prov.	(1,7)	(2,2)	(2,6)	(2,1)	(2,2)	(0,9)
EBIT courant	8,8	5,0	6,3	6,5	5,9	2,9
<i>Marge d'EBIT courant (%)</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,2%</i>
Autres produits et charges opé. courantes	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
EBITDA	10,5	7,1	8,8	8,4	7,9	3,7
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>5,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,4%</i>
EBIT	8,8	4,9	6,2	6,3	5,7	2,9
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>4,7%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,1%</i>
Résultat financier	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,2)
Résultat avant impôts	8,6	4,7	5,8	5,8	5,3	2,7
Résultat exceptionnel avant impôts	(1,4)	(0,5)	(1,9)	(0,7)	(0,4)	(0,4)
Impôts totaux	(2,9)	(1,7)	(1,7)	(1,9)	(1,6)	(0,9)
Résultat après impôts	4,3	2,5	2,2	3,2	3,2	1,3
Minoritaires	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Résultat net des activités abandonnées	-	-	-	-	3,4	-
Résultat net comptable part du groupe	4,3	2,4	2,1	3,0	6,5	1,3

Sources : ITS Group, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Au cours des 5 dernières années, la société ITS Group a subi d'importantes variations de périmètre et d'activité. Pour l'exercice 2014, la croissance de +60,6% du chiffre d'affaires s'explique principalement par un effet périmètre positif dû à l'intégration de la société Overlap fin 2013. La croissance organique en 2014 s'élève à +13,0%, tirée par la bonne dynamique des activités de conseil, de mobilité, de prestations d'infogérance et d'assistance technique. La Société a procédé à l'acquisition des activités de la société Overlap, spécialiste du négoce d'infrastructures, au quatrième trimestre 2013. En perte régulière depuis plusieurs années, la reprise d'Overlap par ITS Group est intervenue dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire. L'intégration de l'activité de négoce en infrastructures a donné naissance à une nouvelle activité et une nouvelle entité au sein d'ITS, ITS Overlap, tandis que les autres activités d'hébergement et d'infogérance d'Overlap ont intégré l'entité ITS Integra. Sur l'exercice 2014, l'effet périmètre de l'intégration d'Overlap s'élève à 80,9 M€, pour un chiffre d'affaires total de 185,0 M€.

L'exercice 2016 marque la première année de baisse du chiffre d'affaires avec une décroissance de -1,7% par rapport à l'exercice 2015. La baisse du chiffre d'affaire est en grande partie imputable à la baisse de l'activité de vente d'infrastructures et intégration (issue de l'intégration d'Overlap), dont le chiffre d'affaires diminue de -5,7% par rapport à l'exercice précédent. Les deux autres segments d'ITS

Group, « Hosting, cloud, services managés » et « Prestations de services », présentent des croissances positives respectives de +7,4% et +0,8%.

L'exercice 2017 s'inscrit dans la continuité de l'exercice 2016 avec une régression de l'activité de négoce d'infrastructures qui sera finalement cédée le 31 juillet 2018. Sur l'exercice 2017, le chiffre d'affaires du segment « Ventes d'infrastructures / intégration » baisse de -18,9%, tandis que les autres segments affichent des croissances positives.

L'année 2018 marque un recentrage d'ITS Group sur ses activités de prestations de services (infogérance, mobilité et conseil) et d'hébergement (*Cloud*). En effet, les activités de négoce d'infrastructures sur la France ont été cédées tandis que l'acquisition d'Asplénium en janvier consolide l'offre d'hébergement de la Société.

EBITDA et EBIT

Malgré les évolutions significatives de périmètre, les marges d'EBITDA et EBIT sont restées relativement stables. Sur la période 2014-2018, la marge d'EBITDA évolue entre 3,7% et 5,9%, tandis que la marge d'EBIT varie entre 2,5% et 4,7% du chiffre d'affaires.

L'année 2015 marque un point bas en termes de marge d'EBITDA et d'EBIT, à partir duquel la rentabilité de la société s'est graduellement améliorée jusqu'en 2018. La baisse de la rentabilité sur l'année 2015 s'explique par une dégradation des marges opérationnelles sur les trois lignes de métiers. Les prestations de services et de conseil ont subi une baisse de leur taux d'activité combinée à une hausse des charges de personnel, tandis que les activités de négoce d'infrastructures et d'hébergement ont subi la faible rentabilité des activités d'Overlap. L'année 2015 marque également la mise en œuvre de politique de rationalisation des coûts sur l'ensemble des activités d'ITS Group, ce qui a permis d'améliorer graduellement la rentabilité jusqu'en 2018.

Autres éléments du compte de résultat

Les autres produits et charges opérationnels correspondent aux coûts de restructuration, communs dans ce secteur et considérés comme suffisamment récurrents pour être reclassés dans les soldes intermédiaires de gestion opérationnels. Les autres charges opérationnelles non courantes ont été reclassées en résultat exceptionnel.

Impôts et subventions

L'impôt sur les résultats présenté dans le Tableau 1 intègre la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE). Le Crédit Impôt Recherche (CIR) est directement imputé sur les charges de personnel.

Résultats du premier semestre 2019

Les résultats financiers du premier semestre 2019 d'ITS Group ont été communiqués au marché le 25 septembre 2019. Le chiffre d'affaires du premier semestre ressort à 69,9 M€, à comparer avec un chiffre d'affaires de 67,0 M€ au premier semestre 2018 hors activité de négoce cédée en juillet 2018. Le chiffre d'affaires du pôle « Prestations de service » s'élève à 51,0 M€, en hausse de +9,8% et +7,3% à périmètre comparable. Cette activité a bénéficié d'un effet périmètre positif sur le premier semestre dû à l'acquisition de la société Eugena Consulting, consolidée depuis le 1^{er} avril 2019. Le pôle « *Cloud* » a généré un chiffre d'affaires de 13,2 M€ au premier semestre 2019, en baisse de -13,7%. Ce recul s'explique d'une part par l'arrêt de l'activité non rentable de data management virtualisé opéré en fin d'année 2019 et d'autre part par la fin de certains contrats historique. Le reliquat de l'activité de négoce

uniquement localisée en Suisse participe au chiffre d'affaires global à hauteur de 5,6 M€, en hausse de +7,7%.

Les marges d'EBITDA et d'EBIT sont de respectivement 5,4% et 4,1%. Ces niveaux ne sont pas directement comparables aux marges obtenues en année pleine compte tenu d'un effet de saisonnalité défavorable. Pour le second semestre 2019, la management d'ITS Group a confirmé être en ligne avec les objectifs du plan d'affaires discuté ci-après et leur communication au marché.

II.F.2. Analyse du bilan

Tableau 2 : Bilan consolidé d'ITS Group depuis 2014

Bilan (M€)	2014R	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
Immobilisations incorporelles	35,6	36,8	37,5	35,4	39,6	43,7
<i>dont survalueur</i>	34,0	35,1	35,4	33,2	37,4	41,2
Immobilisations corporelles	4,1	5,5	4,0	4,0	3,7	3,0
Droits d'utilisation	-	-	-	-	-	29,5
Stocks	1,1	0,3	0,1	-	0,0	0,1
Créances d'exploitation	71,1	69,0	68,2	44,2	49,2	52,5
Actif d'exploitation	111,8	111,6	109,9	83,5	92,5	128,7
Immobilisations financières	3,6	3,8	3,6	2,9	3,4	3,4
Trésorerie	10,8	7,3	9,5	5,3	9,9	4,0
Actifs nets des passifs destinés à la vente	-	-	-	1,3	-	-
Actif total	126,2	122,7	123,0	92,9	105,8	136,2
Fonds propres PdG	43,5	45,2	46,1	47,7	52,9	51,6
Minoritaires	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Provisions	2,0	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>5,0</i>	<i>9,1</i>	<i>1,4</i>	<i>7,4</i>	<i>5,0</i>	<i>12,2</i>
Dettes financières brutes ⁽¹⁾	15,8	16,4	10,8	12,7	14,9	46,2
<i>dont Passifs locatifs courants et non courants</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>30,2</i>
Dettes d'exploitation	64,7	59,1	63,5	30,2	35,7	36,1
Passif total	126,2	122,7	123,0	92,9	105,8	136,2

Sources : ITS Group, Associés en Finance

Composition du bilan

L'actif immobilisé de la Société est principalement constitué d'immobilisations incorporelles correspondant au *goodwill* (87% de l'actif immobilisé à fin 2018). Ce montant significatif de survalueur témoigne de la politique historique de croissance externe d'ITS. Les autres éléments d'actifs incorporels correspondent essentiellement à des logiciels développés par ITS Ibelem (982 M€ en 2018) et à la marque Thémis (730 M€ en 2018). L'actif corporel est, quant à lui, essentiellement composé de matériel informatique nécessaire au cycle d'exploitation de la société.

En 2017, la baisse significative de la taille du bilan (essentiellement au niveau de créances et des dettes d'exploitation) s'explique par la déconsolidation des activités d'ITS Overlap et MIB Suisse comptabilisées en actifs et passifs détenus en vue de la vente. La Société a en effet engagé le processus de cession des deux activités au cours de l'exercice 2017, en vue d'une clôture de l'opération au premier semestre 2018. A fin 2017, 17,3 M€ de créances clients et 21,5 M€ de dettes fournisseurs sont classées parmi les actifs et passifs détenus en vue de la vente.

La mise en application de l'IFRS 16 au 1^{er} janvier 2019 nécessite la prise en compte de droits d'utilisation relatifs aux éléments d'actifs loués, en location financière et/ou en location simple. La majorité de la croissance de l'actif observée au premier semestre 2019 est due à l'application de cette nouvelle norme comptable.

D'une manière générale, les activités d'infogérance et de conseil IT sont peu consommatrices en capitaux, ce qui explique la taille du bilan relativement réduite d'ITS.

Besoin en Fond de Roulement et structure financière

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) d'ITS Group est structurellement positif et atteint 13,6 M€ à fin 2018. Sur la période 2014-2018, le BFR varie entre 2,5% et 10,1% du chiffre d'affaires, représentant entre 9 jours et 37 jours de chiffre d'affaires. Compte tenu de l'activité de la Société, qui ne nécessite pas de constituer de stock, le BFR est essentiellement constitué des créances clients et de dettes fournisseurs.

Le BFR a fortement augmenté lors des exercices 2017 (7,8% du chiffre d'affaires soit 28 jours) et 2018 (10,1% du chiffre d'affaires soit 37 jours) par rapport à une moyenne de 15 jours et 4,0% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2016 (principalement dû à des retards de paiements de certains gros clients).

II.F.3. Analyse du tableau de flux de trésorerie

Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie d'ITS Group depuis 2014

Flux de trésorerie (M€)	2014R	2015R	2016R	2017R	2018R	S1 2019
Capacité d'autofinancement	10,0	6,7	7,6	7,3	7,7	5,9
Variation du BFR	(4,1)	(4,6)	2,4	(4,2)	(3,9)	(4,7)
Flux générés par l'activité	5,9	2,1	10,1	3,1	3,7	1,2
Investissements net des cessions en immo.	(3,5)	(3,9)	(1,3)	(2,1)	(1,1)	(2,9)
Investissements financiers nets	(1,9)	(0,2)	0,1	(0,4)	(0,6)	0,0
Acquisition et cession de filiales	-	(1,0)	(0,2)	-	(3,3)	(3,7)
Flux liés aux opérations d'investissement	(5,4)	(5,1)	(1,4)	(2,5)	(5,0)	(6,6)
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	-	(0,8)	(0,8)	(1,0)	(1,0)	(0,1)
Autre variation des fonds propres	4,8	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,4)	(1,3)
Encaissement net d'emprunts	(4,0)	0,3	(5,8)	0,0	3,6	0,8
Subventions d'investissement reçus	-	(0,0)	0,1	-	-	-
Flux liés aux opérations de financement	0,8	(0,5)	(6,5)	(1,0)	2,2	(0,5)
Variation de trésorerie hors change	1,4	(3,6)	2,2	(0,4)	1,0	(5,9)
Incidence des variations de change	0,0	0,1	0,0	(0,1)	0,1	0,0
Flux net de Trésorerie lié aux activités cédées	-	-	-	-	(0,1)	-
Variation de trésorerie	1,4	(3,5)	2,2	(0,5)	0,9	(5,9)

Sources : ITS Group, Associés en Finance

Investissements

Les investissements en immobilisations sont principalement liés à l'achat de logiciels et de matériels informatiques ainsi qu'à des dépenses de recherche et développement capitalisées. Ces charges de R&D correspondent à des développements de logiciels ayant vocation à être commercialisés.

Entre 2014 et 2017, les dépenses d'investissement varient entre 0,7% et 2,0% du chiffre d'affaires. Sur l'exercice 2018, ces dépenses d'investissement s'élèvent à 1,1 M€ et représentent 0,9% du chiffre d'affaires. En outre, sur la période 2014-2018, le rapport entre les investissements et les dotations aux amortissements diminue graduellement reflétant la diminution de l'effort d'investissement d'ITS Group.

Distribution de dividendes

La Société mène une politique régulière de distribution de dividendes, qui se sont élevés entre 13,9% et 36,3% du résultat net part du groupe depuis 2014 (26,0% en moyenne). Au titre de l'année 2018, le dividende versé est de 12 centimes par action, représentant un montant de 0,9 M€, soit 13,9% du résultat net part du groupe.

III. Examen des conditions de l'Offre

L'Offre fait suite aux Apports de titres ITS Group réalisés le 20 novembre 2019 par les Actionnaires de Référence, à savoir Monsieur Jean-Michel Bénard et certains membres de sa famille, Cloud Invest (société contrôlée à 100% par Jean-Michel Bénard), BNP Paribas Développement et Monsieur Robert Spiegl à ITS Participations. A l'issue de ces Apports, ITS Participations est devenu l'actionnaire majoritaire d'ITS Group, avec 51,56% du capital, et devra déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée conformément à la réglementation en vigueur.

Associés en Finance a pris connaissance de l'ensemble des accords conclus dans le cadre de la présente opération afin d'en examiner les éventuelles conséquences, notamment :

- Les statuts de la société holding ITS Participations ;
- Le pacte d'associés conclu entre les Actionnaires de Référence au sein de la société holding ITS Participations (ci-après le « **Pacte d'Associés** ») ;
- Le protocole d'investissement conclu entre les Actionnaires de Référence (ci-après le « **Protocole d'Investissement** ») ;
- Le traité d'apport en nature de titres ITS Group détenus par les Actionnaires de Référence au profit de la société holding ITS Participations (ci-après le « **Traité d'Apport** ») ;
- Le contrat de crédit conclu entre ITS Participations et les banques BNP Paribas et Société Générale (ci-après le « **Contrat de Crédit** ») ;
- Le projet de note d'information en date du 20 novembre 2019 (ci-après la « **Note d'Information** ») ;
- Le projet de note en réponse en date du 20 novembre 2019 (ci-après la « **Note en Réponse** ») ;
- Le mécanisme de liquidité des actions gratuites (ci-après le « **Mécanisme de Liquidité** »).

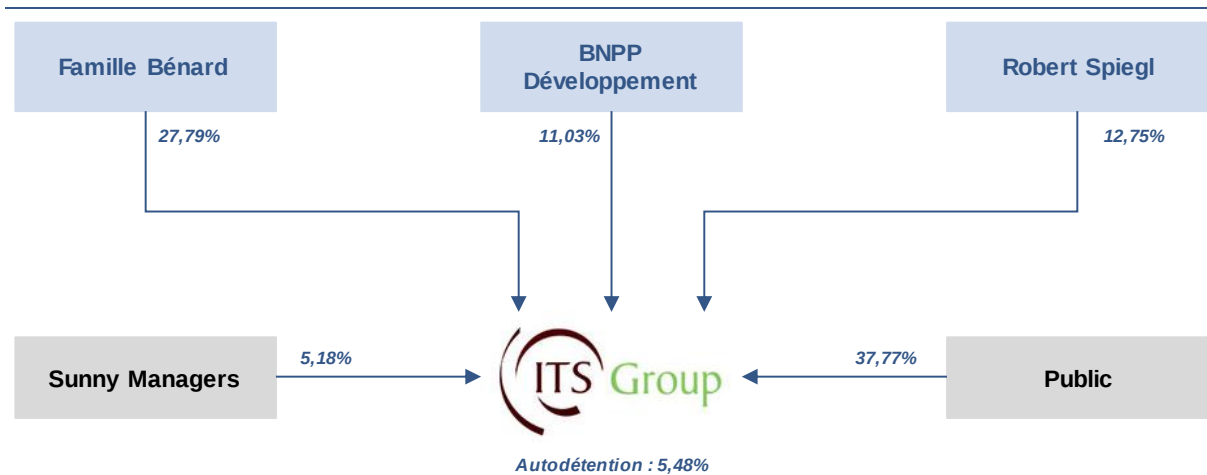
Apports et structuration de l'Offre

Préalablement, à la date des Apports, les participations respectives des principaux actionnaires au capital d'ITS Group se décomposaient de la manière suivante :

- Jean-Michel Bénard, les membres de sa famille et Cloud Invest, société contrôlée par Jean-Michel Bénard, détenaient ensemble 27,79% du capital et 29,32% des droits de vote ;
- BNP Paribas Développement détenait 11,03% du capital et 9,13% des droits de vote
- Robert Spiegl détenait 12,75% du capital et 21,10% des droits de vote.

La Figure 20 présente la structure d'actionnariat d'ITS Group à la date des Apports réalisés par les Actionnaires de Référence d'ITS Group.

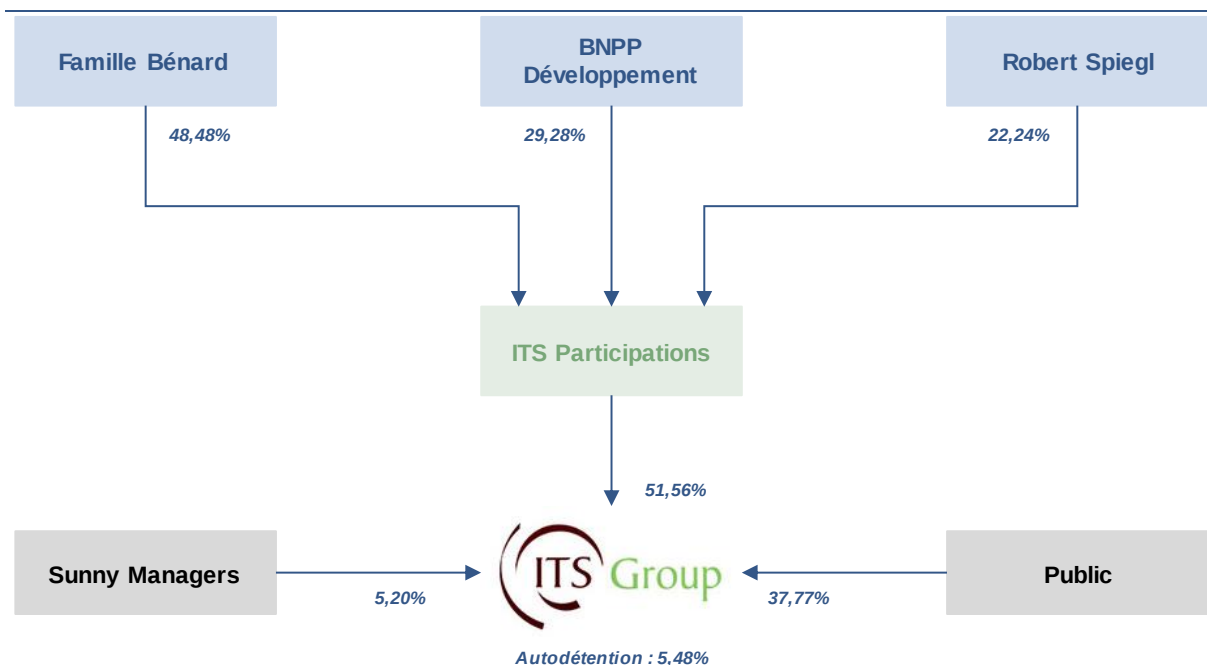
Figure 20 : Structure d'actionnariat pré Apports



Sources : ITS Group, Associés en Finance

A l'issue des Apports, ITS Participations détient 51,56% du capital et 51,36% des droits de vote d'ITS Group. Conformément à la réglementation en vigueur, ITS Participations déposera un projet une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur la totalité des actions existantes non détenues d'ITS Group (à l'exception des actions gratuites et des actions autodétenues) à un prix de 6,62 € par action suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire. Au 20 novembre 2019, la Figure 21 présente la structure d'actionnariat du groupe formé par ITS Participations et ses filiales après la réalisation des Apports par les Actionnaires de Référence d'ITS Group.

Figure 21 : Structure d'actionnariat post Apports



Sources : ITS Group, Associés en Finance

Statuts et Pacte d'Associés d'ITS Participations

La société ITS Participations, constituée préalablement au lancement de l'Offre par les Actionnaires de Référence, est une holding dont la seule activité à ce jour est la détention de 51,56% du capital d'ITS Group.

Par ailleurs, les Actionnaires de Référence ont établi et signé au sein d'ITS Participations un pacte d'associés qui organise la gouvernance du groupe formé par la Holding et ses filiales (ITS Group et ses filiales) ainsi que les opérations sur le capital de la Holding. Le Pacte d'Associés prévoit notamment :

- Des droits usuels relatif au transfert de titres : droit de préemption, droit de cession conjointe et proportionnelle, droit de cession conjointe totale et obligation de sortie conjointe ;
- Une inaliénabilité temporaire des titres pendant une durée de 3 ans, sauf exceptions ;
- Une opportunité pour BNP Paribas Développement, Robert Spiegl et les membres de la famille Bénard (à l'exception de Jean-Michel Bénard) de rendre leurs participations liquides à compter du 5^{ème} anniversaire du pacte d'associés ;
- Des opportunités d'initier des processus de cession totale, à compter du 3^{ème} anniversaire du pacte d'associés pour une initiative de Jean-Michel Bénard et Cloud Invest et à compter du 7^{ème} anniversaire pour une initiative des autres Actionnaires de Référence ;
- Un droit de participer à toute émission de titres nouveaux, permettant à chacune des Actionnaires de Référence de maintenir identique sa quote-part de participation au capital de la Holding ;
- Une interdiction d'acquérir directement des titres d'ITS Group : autrement que via la participation des Actionnaires de Référence au capital de la Holding.
- La nomination de Jean-Michel Bénard en qualité de Président de la société ITS Participation qu'il contrôle au moyen d'une action de préférence lui assurant une majorité des droits de vote de la Holding.

Traité d'Apport de titres ITS Group et Protocole d'Investissement

Les Actionnaires de Référence ont apporté leurs participations respectives au capital d'ITS Group à la Holding, soit au total 4 060 254 actions ITS Group, représentant 51,56% du capital. La valeur des apports a été fixée au prix de 6,62 € par action apportée, correspondant au Prix d'Offre, soit un montant total de 26 878 881,48 €.

En rémunération de ces Apports, il a été attribué aux Actionnaires de Référence 26 878 877 actions ordinaires d'ITS Participations d'une valeur nominale de 1 € et une soulte résiduelle de 4,48 €. Ces actions ont été réparties entre les Actionnaires de Référence à hauteur de leurs apports respectifs. Le Tableau 4 présente la répartition de la valeur des Apports entre les différents Actionnaires de Référence.

Tableau 4 : Répartition de la valeur des Apports

Apporteurs	Nombre d'actions apportées	Valeur des actions apportées	Nombre d'actions ordinaires nouvelles reçues	Soulte (en €)
Monsieur Jean-Michel Bénard	291 651	1 930 729,62	1 930 729	0,62
Cloud Invest	1 892 587	12 528 925,94	12 528 925	0,94
Madame Ann Bénard	525	3 475,50	3 475	0,5
Madame Pauline Bénard	1 601	10 598,62	10 598	0,62
Monsieur Guillaume Bénard	1 601	10 598,62	10 598	0,62
BNP Paribas Développement	868 407	5 748 854,34	5 748 854	0,34
Monsieur Robert Spiegl	1 003 882	6 645 698,84	6 645 698	0,84
Total	4 060 254	26 878 881,48	26 878 877	4,48

Source : ITS Group

En outre, dans le cadre du Protocole d'Investissement, BNP Paribas Développement s'est engagée à souscrire et à libérer, à la date de réalisation de l'Opération, 3 millions d'actions ordinaires nouvelles d'ITS Participation par voie d'apport en numéraire.

L'ensemble des dépenses supportées par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sont financés d'une part au moyen d'une dette bancaire de 23,9 M€ souscrite par ITS Participations auprès de BNP Paribas et Société Générale, et d'autre part au moyen de l'augmentation de capital ci-dessus.

Mécanisme de Liquidité des actions gratuites

ITS Group a mis en place 2 plans d'attribution d'actions gratuites au cours des dernières années, respectivement attribués le 25 septembre 2018 (ci-après « **AGA 2018** ») après autorisation de l'AG du 29 juin 2018, et le 10 juillet 2019 (ci-après « **AGA 2019** ») après autorisation de l'AG du 28 juin 2019. Les plans d'attribution d'actions gratuites se décomposent de la manière suivante :

- **AGA 2018** : il concerne 181 010 actions définitivement acquises le 25 septembre 2019 mais actuellement incessibles pour leurs attributaires car étant en période de conservation jusqu'au 25 septembre 2020 ;
- **AGA 2019** : il concerne 353 605 actions, dont la période d'acquisition court jusqu'au 10 juillet 2020 et sera suivie d'une période de conservation jusqu'au 10 juillet 2021. Le plan est couvert par des actions existantes, actuellement auto-détenues par la Société ;

Les actions gratuites ne seront pas visées par l'Offre, étant donné que leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation devraient se terminer postérieurement à l'ouverture de l'Offre.

Le Mécanisme de Liquidité que l'Initiateur s'est engagé à mettre en place consiste en des contrats conclus avec chacun des attributaires des AGA 2018 et AGA 2019, qui prévoient les conditions de promesses successives d'achat et de vente sur les actions sous-jacentes à l'initiative de l'Initiateur ou des attributaires. Le Mécanisme de Liquidité est soumis à la condition suspensive de la détention par l'initiateur, à l'issue de l'Offre, d'au moins 85% du capital social de la Société.

Le Mécanisme de Liquidité prévoit notamment :

- L'exercice de la promesse de vente peut se faire à l'initiative de l'Initiateur (i) dans un délai de 90 jours calendaires suivant la date de clôture de l'Offre et ce peu importe que la période de conservation des AGA 2018 soit expirée ou non ou (ii) dans un délai de 60 jours calendaires suivant la date d'expiration de la période d'exercice de la promesse d'achat, et ce uniquement si l'attributaire n'a pas exercé sa promesse d'achat ;

- L'exercice de promesse d'achat peut se faire à l'initiative de l'attributaire des actions gratuites dans un délai de 30 jours calendaires à compter de l'expiration de la période de conservation de ses actions gratuites (à savoir 25 septembre 2020 pour les AGA 2018 ou 10 juillet 2021 pour les AGA 2020) ;

Le Mécanisme de Liquidité fixe également le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente d'une action gratuite, comme étant égal :

- Au Prix d'Offre en cas d'exercice de la promesse de vente (à l'initiative de l'Initiateur) dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre ;
- Au résultat d'une formule correspondant à $7x$ l'EBITDA consolidé de la Société diminué de la dette financière nette consolidée, le tout divisé par le nombre total d'actions composant le capital de la Société au moment de la date d'exercice de la promesse, en cas d'exercice de promesse d'achat ou de vente au-delà du délai susvisé.

Par le Mécanisme de Liquidité, l'attributaire des actions gratuites est intéressé à la bonne performance de la Société, ce qui bénéficie à l'ensemble des parties prenantes. Si l'exercice des promesses devait intervenir dans un délai de plus de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, l'attributaire serait soumis à un risque sur le prix auquel pourront être acquises ses actions par l'Initiateur, ce qui maintient une incertitude par rapport aux autres porteurs de titres. De surcroît, la formule retenue pour un exercice au-delà de ce délai est cohérente avec l'évaluation de la Société et les prévisions du plan d'affaires décrites dans la section suivante, ainsi qu'avec les multiples de valorisation constatés sur l'échantillon de sociétés cotées comparables. Ces éléments nous permettent de conclure à l'absence d'avantage particulier résultant du Mécanisme de Liquidité.

IV. Evaluation d'ITS Group

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital d'ITS Group au 30 juin 2019 est de 7 874 555 actions dont 431 385 actions auto-détenues par la Société.

Le 10 juillet 2019, le Conseil d'Administration a attribué 353 605 actions gratuites destinées aux principaux managers du groupe, avec une période d'acquisition de 1 an et une période de conservation de 1 an supplémentaire.

Afin de prendre en compte la dilution engendrée par cette attribution, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se décompose comme suit :

Tableau 5 : Détermination du nombre d'actions

Nombre d'action retenu - ITS Group au 30 juin 2019	
Nombre d'actions ordinaires	7 874 555
<i>Autodétenues</i>	<i>431 385</i>
Nombre hors autodétention	7 443 170
<i>Actions gratuites</i>	<i>353 605</i>
Nombre hors autodétention y compris actions gratuites	7 796 775

Sources : ITS Group, Associés en Finance

Le nombre d'actions retenu au 16 octobre 2019 est donc de 7 796 775 actions.

IV.A.Méthodes de valorisation écartées

IV.A.1. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation d'ITS Group, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

IV.A.2. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. ITS Group n'étant pas considérée comme une valeur de rendement, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue. Il lui a été substitué une méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible.

IV.A.3. Analyse des objectifs des analystes financiers

A notre connaissance, l'action ITS Group n'est plus suivie par aucun bureau d'analyste, ce qui empêche de réaliser l'analyse des objectifs des analystes financiers.

A titre d'information, dans le cadre de contrats d'analyses interrompus depuis, Euroland Corporate et Aurel BGC ont donné des objectifs de cours de respectivement 8,10 € le 1^{er} février 2019 (vs. 4,94 € pour le cours de clôture de l'action d'ITS Group au 1^{er} février 2019) et 7,50 € le 29 septembre 2017 (vs. 6,92 € pour le cours de clôture de l'action d'ITS Group au 29 septembre 2017).

IV.B.Méthodes de valorisation retenues

IV.B.1. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. Cependant, la mise en œuvre de cette méthode est recommandée dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elle constitue une référence de valorisation.

Le Tableau 6 présente le résultat de la valorisation par la méthode de l'Actif Net Comptable.

Tableau 6 : Résultat de la valorisation par la méthode de l'ANC au 16 octobre 2019

Informations financières ITS Group	
Capitaux propres part du groupe au 30 juin 2019 (en €)	51 579 000 €
Nombre d'actions au 30 juin 2019	7 874 555
<i>dont autodétention au 30 juin 2019</i>	431 385
AGA attribuées le 10 juillet 2019	353 605
Nombre d'actions de référence	
<i>y compris AGA attribuées</i>	7 796 775
Actif Net Comptable par action (en €)	
<i>y compris AGA attribuées</i>	6,62 €

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Au 16 octobre 2019, l'actif net comptable par action ressortant des derniers comptes publiés par ITS au 30 juin 2019 s'établit à 6,62 € par action.

IV.B.2. Examen du cours de l'action (à titre principal)

L'examen de l'évolution du cours de l'action ITS Group s'étend jusqu'au 16 octobre 2019, veille de l'annonce de l'Offre, date à laquelle le cours de clôture de l'action s'établissait à 4,39 €.

Analyse sur longue période (2013-2019)

Sur la période du 2 janvier 2013 au 16 octobre 2019, la performance boursière de l'action ITS Group s'établit à +9,0% dividendes inclus, tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse de +57,3%.

Entre la fin d'année 2013 et le début de l'année 2014, l'annonce de l'acquisition d'Overlap et les bons résultats sur l'exercice 2013 (une dynamique retrouvée sur le second semestre avec un meilleur positionnement métier) ont été bien perçus par le marché, entraînant une hausse significative du cours

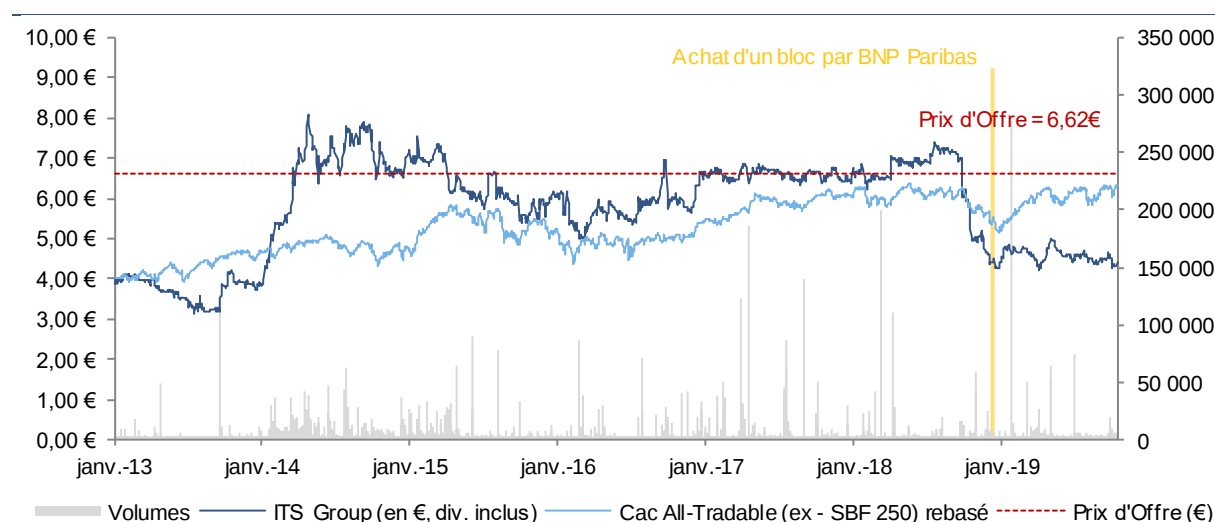
de l'action de +100,2% entre le 2 janvier 2013 et le 25 avril 2014. A titre de comparaison, l'indice CAC All-Tradable a progressé de +21,8% sur la même période.

Après cette forte hausse, le cours de l'action a augmenté de +2,1% entre le 2 janvier 2015 et le 31 juillet 2018. Cette légère hausse doit cependant être mise en perspective de la performance du CAC All-Tradable qui, sur la même période, a progressé de 31,9%.

La publication des résultats du premier semestre 2018 (chiffre d'affaires en hausse de +7,1% dont +3,9% en organique, mais résultat opérationnel et profit net en baisse) a été accueillie froidement par le marché, entamant une baisse de -39,7% entre le 31 juillet 2018 et le 31 décembre 2018 (contre une baisse de l'indice CAC All-Tradable de -14,8% sur la même période).

Sur l'année 2019, le cours de l'action ITS Group a connu une certaine stabilité, avec une baisse modérée de -0,3% entre le 31 décembre 2018 et la date de l'annonce de l'Offre.

Figure 22 : Evolution boursière de l'action ITS Group (2 janvier 2013 - 16 octobre 2019)



Source : Capital IQ

Analyse sur courte période (depuis 2017)

Entre le 2 janvier 2018 et le 16 octobre 2019, la performance de l'action ITS Group s'établit à -35,2%, tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse de +5,3%.

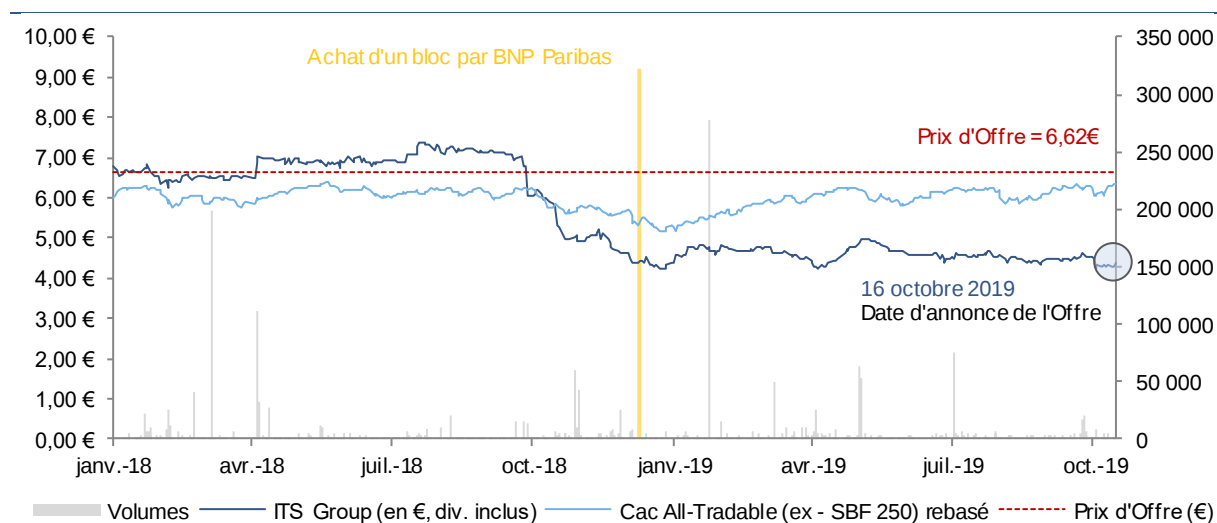
Au cours de l'année 2018, l'action ITS Group a connu une évolution importante. Après 9 mois relativement calmes, avec notamment l'annonce de résultats 2017 satisfaisants, le cours de l'action a chuté suite à la publication des résultats du premier semestre 2018. Entre le 27 septembre 2018, date de publication des résultats, et le 26 octobre 2018, le cours de l'action ITS Group a baissé de -26,7% dans un contexte de marché difficile où le CAC All-Tradable a connu un recul de -10,2%. Malgré une croissance du chiffre d'affaires d'ITS Group, la diminution des revenus des activités de négoce ainsi que la réduction des marges ont conduit à un recul important du cours de l'action.

Le 10 décembre 2018, BNP Paribas Développement, qui fait partie des Actionnaires de Référence d'ITS Group, a procédé à l'acquisition de 322 256 actions à un prix maximum de 4,10 €.

Sur l'année 2019 et jusqu'à la date d'annonce de l'Offre, le cours d'ITS Group a connu une certaine stabilité. Le 24 janvier 2019, ITS Group a fait l'acquisition d'un bloc de 275 000 de ses propres actions pour un prix de 4,70 € par action.

Le 16 octobre 2019, date d'annonce de l'Offre, le cours de clôture de l'action s'établissait à 4,39 €.

Figure 23 : Evolution boursière de l'action ITS Group (2 Janvier 2018 - 16 octobre 2019)



Source : Capital IQ

Volumes échangés

Sur les 12 mois précédant le 16 octobre 2019, le nombre moyen d'actions échangées était de 6 398 actions par séance de bourse. En cumul, 1 631 402 actions ont été échangées sur un an pour un montant cumulé de 7,5 M€, ce qui représente environ 38,4% du flottant et 21,9% du capital de la Société.

Tableau 7 : Volumes échangés sur l'action ITS Group au 16 octobre 2019

Date	Cours moyen pondéré par les volumes	Nbre moyen d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)
16-oct.-19	4,35	4 545	0,06%	0,11%	4 545	0,06%	0,11%
Moy. 1M	4,46	4 488	0,06%	0,11%	98 741	1,33%	2,33%
Moy. 3M	4,46	2 738	0,04%	0,06%	180 723	2,43%	4,26%
Moy. 6M	4,61	3 933	0,05%	0,09%	503 449	6,76%	11,86%
Moy. 9M	4,63	5 361	0,07%	0,13%	1 029 395	13,83%	24,24%
Moy. 12M	4,60	6 398	0,09%	0,15%	1 631 402	21,92%	38,42%

Sources : Associés en Finance, Capital IQ, Bloomberg

Volatilité du cours de l'action ITS Group

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture d'ITS Group et de l'indice CAC All-Tradable.

Depuis 2013, la volatilité du titre ITS Group s'est établie constamment à un niveau sensiblement supérieur à celle de l'indice CAC All-Tradable. Entre début 2013 et début 2018, la volatilité du titre a oscillé entre 14,8% et 40,3% (à comparer à la volatilité de l'indice, entre 9,0% et 26,5%). A partir du 2 janvier 2018, la volatilité du titre s'est accentuée avec un pic survenu lors de l'annonce des résultats semestriels 2018 et la baisse significative du cours de l'action.

Entre le 2 janvier 2018 et le 16 octobre 2019, la volatilité du titre a oscillé entre 16,3% et 28,9% (à comparer à la volatilité de l'indice, entre 8,5% et 15,8%).

Figure 24 : Volatilité 6 mois du cours de l'action ITS Group et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2013 – 16 octobre 2019

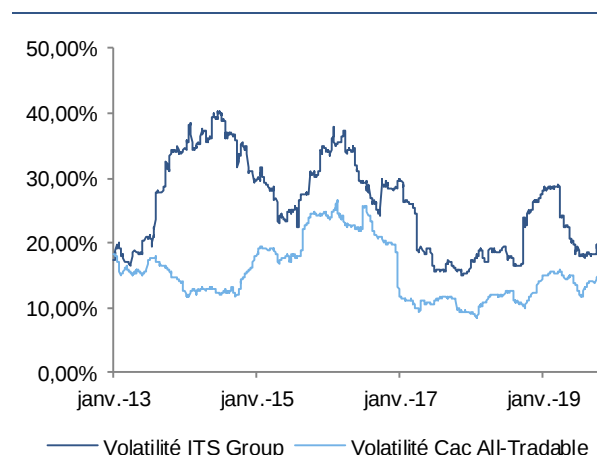
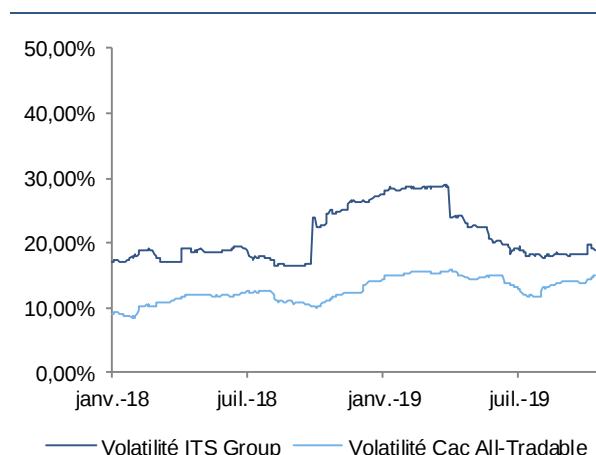


Figure 25 : Volatilité 6 mois du cours de l'action ITS Group et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2018 – 16 octobre 2019



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Primes extériorisées par l'Offre

Le prix d'Offre de 6,62 € extériorise une prime de +50,8% par rapport au cours de clôture au 16 octobre 2019. Les calculs effectués par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes extériorisent également des primes : le prix d'Offre extériorise des primes respectives de +48,5%, +48,4%, +43,6% et +43,9% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Le prix d'Offre peut aussi s'analyser au regard du plus haut cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (prime de +18,4% au 17 octobre 2018) et au plus bas cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (prime +56,4% au 9 octobre 2019).

Tableau 8 : Cours moyens pondérés par les volumes au 16 octobre 2019 et comparaison avec le prix d'Offre

Données boursières		Cours	Prime
Cours de clôture au 16 octobre 2019		4,39	50,8%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois		4,46	48,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois		4,46	48,4%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois		4,61	43,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois		4,60	43,9%
Plus haut cours moyen pondérés par les volumes sur 12 mois	17-oct.-18	5,59	18,4%
Plus bas cours moyen pondérés par les volumes sur 12 mois	9-oct.-19	4,23	56,4%

Sources : Associés en Finance, Capital IQ, Bloomberg

IV.B.3. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

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

La méthode *DCF to Firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres. Sur la base des comptes à fin juin 2019, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'ITS Group :

- les passifs financiers non courants et courants enregistrés au bilan ;
- les passifs locatifs ajustés de la part induite par la nouvelle réglementation IFRS 16 ;
- la trésorerie et les équivalents de trésorerie ;
- les provisions pour risques et charges ;
- les engagements de retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- le dividende 2018 versé en juillet 2019 ;
- la créance d'exploitation de 1 M€ dans les comptes d'ITS Group, liée à la cession d'Overlap, avec des échéances de 500 K€ au 31 juillet 2019 et 500 K€ au 31 juillet 2020, dont les paiements sont actualisés ;
- les intérêts minoritaires relatifs aux filiales Ibelem et MIB Suisse, dont respectivement 3,4% et 33,0% du capital ne sont pas détenus par ITS Group.

Le Tableau 9 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'ITS Group pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to Firm*.

ITS Group a réalisé en juillet 2019 l'acquisition de Randco, qu'Associés en Finance ne retient pas dans les éléments de passage. En effet, le plan d'affaires de la Société n'intègre pas les flux relatifs à cette acquisition qui, par homogénéité, n'est pas retenue comme ajustement de dette.

Tableau 9 : Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 16 octobre 2019 sur la base des comptes au 30 juin 2019

Eléments retenus dans la dette nette d'ITS Group	Montant (M€)
Passifs financiers non courants	11,9
Passifs financiers courants	4,1
Passifs locatifs	30,2
Ajustement au 30/06/2019	(30,0)
+ Dette financière brute	16,2
Trésorerie et équivalents	(4,0)
- Trésorerie	(4,0)
= Dette nette	12,2

Eléments retenus dans les éléments de passage d'ITS Group	Montant (M€)
+ Dette nette	12,2
+ Provisions hors avantages du personnel	0,4
+ Engagements de retraite après fiscalisation	1,5
+ Dividende 2019	0,9
- Créance sur la cession d'Overlap	(1,0)
+ Minoritaires	0,5
= Somme des éléments de passage	14,5

Sources : ITS Group, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 14,5 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*.

IV.B.3.a. Méthodologie

Méthodes DCF to Firm et DCF to Equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, ITS Group a été modélisé selon les méthodes utilisés de manière constante et indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires fourni par la Société. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. La méthode *DCF to Firm* s'apparente à une vision d'actionnaire majoritaire, tandis que le

modèle *DCF to Equity* permet pour sa part de prendre en compte les flux disponibles pour les actionnaires, après financement et sous contrainte de levier normatif d'endettement, et reflète ainsi la situation de l'actionnaire minoritaire.

Plan d'affaires 2019-2021 communiqué par ITS Group

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par ITS Group sur la période 2019-2021. Ce document détaille, pour chaque filiale composant le périmètre ITS Group, l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, des charges opérationnelles non courantes, du résultat financier, de l'impôts décaissé et le résultat net sur la période. Les éléments de modélisation ont été ajustés en se basant sur un atterrissage prévisionnel consolidé 2019 réalisé par la Société à fin août 2019.

La filiale ITS Group représente le cœur historique de l'activité et les évolutions sont présentées proforma de la cession Overlap réalisée au cours de l'année 2018. L'amélioration du résultat opérationnel est liée à une hausse modérée du chiffre d'affaires et une amélioration significative du mix salarié/sous-traitants pour les charges de personnel. Par ailleurs, des charges opérationnelles non courantes liées aux charges de restructuration sont modélisées sur la durée du plan d'affaires.

La filiale ITS Integra opère principalement dans l'activité de *Hosting/Cloud*. Cette activité est positionnée sur un marché porteur, avec des croissances attendues importantes sur la durée du plan d'affaires. Sur cette période, un recentrage des activités est anticipé, qui conduit à une baisse du chiffre d'affaires, sans impact sur le résultat opérationnel.

La filiale Themis Conseil opère les activités de conseil en management organisation et transformation SI. Cette filiale continue à s'avérer performante et rentable, dans la lignée des bons résultats passés.

La filiale ITS Ibelem met en œuvre la stratégie mobilité et numérique des entreprises et des acteurs publics. Cette filiale connaît sur la durée du plan d'affaires une amélioration de la rentabilité basée sur une croissance de son chiffre d'affaires et sur une maîtrise des charges de fonctionnement.

La filiale ITS Benelux se développe en Belgique comme les filiales françaises, autour des métiers de gestion des infrastructures IT. La croissance et la rentabilité de cette entité sont modérées et proches des activités françaises d'ITS Group.

La filiale MIB Suisse mène des activités de négoce d'infrastructures (Hardware et Software). Cette activité est issue du rapprochement entre ITS Group et Overlap en 2013, depuis la cession de ce dernier en 2018, un recentrage a été fait sur les activités *core business* d'ITS Group. Ainsi, les prévisions pour cette filiale restent prudentes, en ligne avec les résultats historiques.

Enfin, l'acquisition d'Eugena a été prise en compte dans le plan d'affaires et modélisée sur la période 2019-2021.

Les charges ont été modélisées par filiale au sein de chaque pôle afin d'extérioriser un résultat opérationnel courant. Ces différents éléments prévisionnels s'inscrivent en cohérence avec les perspectives communiquées par la Société au marché avec une priorité d'amélioration de la marge opérationnelle courante induite par :

- Une amélioration des indicateurs des prestations de services, en particulier des prix de vente (TJM) et de la marge brute sur la sous-traitance ;
- Une optimisation des coûts de production dans le pôle *Cloud*, malgré une année de consolidation sur le plan de l'activité (fin programmée de certains contrats historiques et arrêt de l'activité *data management* virtualisé) ;
- Une réduction des frais généraux dans le contexte de la cession d'Overlap.

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires s'établit à +4,0% sur la période du plan d'affaires, tandis que la rentabilité de la Société atteint un point haut en 2021 avec une marge d'EBITDA courant d'environ 8,5% du chiffre d'affaires.

Les investissements en immobilisations corporelles et incorporelles normatifs sont estimés par filiales pour l'exercice 2019, en comparaison avec les éléments historiques réalisés en 2018.

Par ailleurs, les exercices antérieurs ne sont pas représentatifs du Besoin en Fonds de Roulement actuel, du fait de l'impact de l'activité de Négoce France cédée en juillet 2018. Ainsi, la Société a estimé une variation de BFR normative à partir de l'analyse de l'activité de chaque filiale.

Les résultats semestriels publiés en septembre 2019 et le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2019 publié le 24 octobre 2019 sont en ligne avec le plan d'affaires communiqué. Il convient de noter que le plan d'affaires de la Société a été réalisé hors application de la norme IFRS 16, tandis que les résultats semestriels sont présentés avec l'application de cette norme (comprenant néanmoins les éléments permettant la réconciliation des données). Par ailleurs, nous nous sommes assurés, après discussion avec la Société, que les comptes semestriels ne remettaient pas en cause les hypothèses du plan d'affaires.

Par conséquent, les estimations des flux prévisionnels du second semestre 2019 retenus pour la valorisation par les flux sont basés sur le plan d'affaires, actualisé compte tenu (i) des résultats semestriels, (ii) de l'activité à fin août 2019 et (iii) du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2019.

Comme expliqué dans la section IV.B.3, ITS Group a réalisé en juillet 2019 l'acquisition de Randco. La Société n'a pas retenu l'effet de cette acquisition dans son plan d'affaires. Ainsi, Associés en Finance ne retient pas cette acquisition (à l'impact limité) dans les flux prévisionnels de la Société, ni son coût d'acquisition dans les éléments de passage.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2021-2023 et extrapolation 2023-2053

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé par Associés en Finance de 2 années puis extrapolé jusqu'en 2053 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires et de rentabilité. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en Annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint +1,5% en 2053 pour l'ensemble des sociétés suivies ;
- La marge d'EBITDA courant atteint un point haut en 2021, tenant compte des perspectives de développement de la Société y compris l'optimisation de ses coûts de services et de production, puis est progressivement réduite jusqu'en 2053, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital. La marge d'EBITDA d'ITS Group tend vers un niveau de 5,5% en 2053 ;
- Les autres produits et charges opérationnels considérés comme récurrents sont modélisés sur la prorogation et l'extrapolation du plan d'affaires. Ils sont maintenus stables en pourcentage du chiffre d'affaires sur la période 2022-2053 ;

- Le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est en légère décroissance sur la prorogation et l'extrapolation du plan d'affaires pour atteindre 10,0% en 2033, niveau très proche des dernières années du plan d'affaires ;
- Les investissements ont été modélisés de manière cohérente avec la croissance générée par la Société et les niveaux normatifs estimés. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont établis en lien avec les niveaux moyens observés sur le plan d'affaires et maintenus stables sur la période en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Le taux d'imposition sur les sociétés retenues par Associés en Finance pour ITS Group est de 25% à partir de 2022 (Loi de Finance 2017), auquel s'ajoute la contribution sociale (3,3% de l'IS) et la CVAE ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2053 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2053 (modèle d'actualisation des *free cash-flows* générés, *DCF to Firm*) ;
- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif nul est retenu en 2022 (sur la période de remboursement de la dette, le résultat financier est cohérent avec les taux d'intérêt actuels des différentes dettes financières).

IV.B.3.b. Estimation du coût des ressources de financement

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres (*DCF to Equity*) d'ITS Group ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival® (cf. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®).

Coût des fonds propres utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance pour son modèle Trival® *DCF to Equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Le risque relatif d'ITS Group résulte des éléments suivants :

- sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT Figure 19, le risque de prévision retenu est de 7 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5¹. Cette note de risque financier est de 4 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la Société, mais aussi sa taille, sa capacité à générer des cash-flows opérationnels significatifs dans les prochaines années et à réduire sa dette jusqu'au niveau de levier cible.
- le risque sectoriel s'élève à 1,07 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx Technology.

¹ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau d'endettement (cible) retenu et est calculé automatiquement.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre ITS Group s'établit à 1,46 au 16 octobre 2019 et son coefficient d'illiquidité en bourse² est de 2,85. Après application de ces coefficients aux primes moyennes constatées sur les trois derniers mois par Associés en Finance, le coût des fonds propres d'ITS Group ressort à 16,44%.

Tableau 10 : Coût des fonds propres d'ITS Group au 16 octobre 2019

		Coût des fonds propres	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques ITS Group
Coût des fonds propres après impôts	<i>Coût des fonds propres de Marché</i>	7,76%	7,76%
	Impact du risque d'ITS Group	9,56% x (1,46 - 1)	4,42%
	Impact de l'illiquidité d'ITS Group	2,30% x (2,85 - 1)	4,26%
	Total Coût des fonds propres ITS Group		16,44%

Source : Associés en Finance

Coût du capital utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

La méthode directe d'estimation du coût du capital, utilisée par Associés en Finance dans son modèle *DCF to Firm* (cf. Annexe 2), tient compte du risque opérationnel de l'entité et de la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel d'ITS Group résulte de l'analyse des mêmes éléments que ceux utilisés pour l'estimation du risque relatif, à l'exception du risque financier, qui est neutralisé. Le coefficient d'illiquidité est remplacé par un coefficient de taille, calculé en valeur de marché, et qui s'établit à 2,76 sur la base de la valeur d'entreprise équivalente à la plus petite société suivie dans l'échantillon Trival®. Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût du capital obtenu par Associés en Finance s'élève à 14,25% pour ITS Group.

Tableau 11 : Coût moyen du capital d'ITS Group au 16 octobre 2019

		WACC	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques ITS Group
WACC après impôts	<i>Coût du capital de Marché</i>	6,53%	6,53%
	Impact du risque opérationnel d'ITS Group	7,95% x (1,29 - 1)	2,30%
	Impact de taille d'ITS Group	3,07% x (2,76 - 1)	5,42%
	Total WACC d'ITS Group		14,25%

Source : Associés en Finance

² Le coefficient d'illiquidité dans Trival® tient compte du flottant en masse et des montants absorbables (volumes absorbés dans une variation de +/- 1% du cours de la société).

IV.B.3.c. Résultats de la valorisation

Les résultats des deux méthodes (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) sont synthétisés dans le Tableau 12. Les éléments de passage pris en compte dans la valorisation par la méthode *DCF to Firm* ont été précédemment détaillés dans le Tableau 9.

Tableau 12 : Résultat des valorisations d'ITS Group par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity* au 16 octobre 2019

	<i>Valorisation</i>	<i>en M</i>
DCF to Firm	Valeur d'entreprise	58,4
	- Dette nette	(12,2)
	- Provisions hors avantages du personnel	(0,4)
	- Engagements de retraite après fiscalisation	(1,5)
	- Dividende 2018	(0,9)
	+ Créance sur la cession d'Overlap	1,0
	- Minoritaires	(0,5)
	Valeur des fonds propres PdG d'ITS Group	43,9
	Nombre d'actions ITS Group	7,80
	Valeur par action ITS Group (en €)	5,63 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>17,5%</i>
DCF to Equity	<i>Valorisation</i>	<i>en M</i>
	Capitaux propres	37,8
	- Minoritaires	(0,5)
	Capitaux propres PdG	37,3
	Nombre d'actions ITS Group	7,80
	Valeur par action ITS Group (en €)	4,79 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>38,3%</i>

Source : Associés en Finance

Au 16 octobre 2019, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 5,63 € par action ITS Group et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 4,79 € par action ITS Group, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre +17,5% et +38,3%.

IV.B.3.d. Analyse de sensibilité

Le Tableau 13 présente les résultats de la valorisation en faisant varier les taux d'actualisation dans une fourchette de plus ou moins 1,0% par rapport à l'hypothèse centrale correspondant au taux moyen sur les 3 derniers mois.

Tableau 13 : Analyse de la sensibilité de la valorisation d'ITS Group au taux d'actualisation

		Taux central -1,00%	Taux central -0,50%	Moyenne 3 mois	Taux central -0,50%	Taux central +1,00%
DCF to Firm	WACC	13,25%	13,75%	14,25%	14,75%	15,25%
	Valeur des FP (M€)	47,8	45,8	43,9	42,2	40,6
	Valeur par action (€)	6,13 €	5,87 €	5,63 €	5,41 €	5,20 €
	Prime d'Offre (%)	8,1%	12,8%	17,5%	22,3%	27,2%
DCF to Equity	Coût des fonds propres	15,44%	15,94%	16,44%	16,94%	17,44%
	Valeur des FP (M€)	40,6	39,2	37,8	36,6	35,4
	Valeur par action (€)	5,15 €	4,96 €	4,79 €	4,63 €	4,47 €
	Prime d'Offre (%)	28,6%	33,4%	38,3%	43,1%	48,0%

Source : Associés en Finance

IV.B.4. Méthode des comparables boursiers (à titre principal)

IV.B.4.a. Méthodologie

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

L'entrée en vigueur de la nouvelle norme comptable IFRS 16 au 1^{er} janvier 2019 a significativement modifié les différents agrégats utilisés dans la valorisation des entreprises, tant sur les méthodes intrinsèques que comparatives. Cette norme comptable vise à aligner la comptabilisation des contrats de location simple sur celle des contrats de location-financière. En conséquence, les entreprises doivent dorénavant comptabiliser à l'actif de leur bilan, en immobilisations incorporelles, un droit d'usage relatif aux biens loués (dans le cadre d'une location simple ou financière) calculé comme l'actualisation des loyers estimés sur la durée du contrat. En contrepartie, l'entreprise reconnaît une nouvelle dette financière à son passif. Ce premier ajustement modifie le concept de dette nette financière habituellement utilisée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. En outre, au compte de résultat, les loyers de location simple disparaissent des autres charges externes, au profit de l'apparition de frais financiers (calculés sur la dette de location) et d'une dotation aux amortissements du droit d'usage. L'EBITDA est ainsi augmenté du montant des loyers tandis que l'EBIT l'est des frais financiers. Enfin, le flux de trésorerie d'exploitation augmente de la dotation aux amortissements des actifs en location. L'impact de cette nouvelle norme est pris en considération dans l'application des méthodes analogiques.

IV.B.4.b. Application

Dans le cas présent nous avons identifié un échantillon de 8 sociétés comparables. L'échantillon de sociétés comparables est construit suivant trois critères :

- Activité : Entreprises de Services du Numérique exerçant des activités d'infogérance, de gestion des infrastructures et de conseil en systèmes d'information ;
- Géographie : activité principalement réalisée en France ;
- Taille : sociétés considérées comme *small cap*, c'est-à-dire dont la capitalisation boursière est inférieure à 750 M€.

Compte tenu de la bonne comparabilité des sociétés sélectionnées dans l'échantillon avec ITS Group, en termes d'activité, de risque, de taille, de géographie et de rentabilité, nous présentons cette méthode de valorisation à titre principal.

Le Tableau 14 présente les caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables retenues.

Tableau 14 : Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables au 16 octobre 2019

Société	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2019-2021			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2018R	2018R	2018R	CA	EBITDA	EBIT	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Devoteam	652,4	75,0	70,5	9,3%	11,8%	13,6%	10,7%	11,1%	11,2%	9,8%	10,3%	10,6%
Neurones	490,1	53,7	45,8	5,9%	10,3%	1,8%	12,0%	12,1%	13,0%	10,6%	9,8%	9,8%
Aubay	400,6	42,4	40,8	5,8%	6,6%	6,5%	10,8%	10,7%	10,9%	10,3%	10,3%	10,5%
Infotel	231,7	24,7	23,0	6,8%	6,0%	9,8%	11,3%	11,4%	11,1%	9,0%	9,5%	9,5%
CS Comm. & Syst.	201,5	16,4	15,1	4,8%	13,4%	31,7%	8,2%	9,2%	9,6%	4,7%	6,3%	7,4%
Groupe Open	323,8	26,2	23,3	3,9%	10,4%	15,0%	5,9%	6,5%	6,7%	5,1%	6,0%	6,3%
Umanis	206,7	20,6	19,7	6,9%	28,3%	31,6%	8,1%	9,7%	11,6%	6,2%	8,2%	9,5%
Visiativ	163,2	14,0	10,0	8,2%	17,8%	21,1%	9,0%	10,2%	10,7%	6,3%	7,2%	7,9%
Moyenne				6,5%	13,1%	16,4%	9,5%	10,1%	10,6%	7,8%	8,5%	8,9%
Médiane				6,4%	11,1%	14,3%	9,9%	10,5%	11,0%	7,6%	8,8%	9,5%

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

La société CS Communication & Systèmes a été écartée de l'échantillon en raison de la hausse importante de ses multiples, conséquence d'une révision à la baisse de ses prévisions opérationnelles qui ne s'est pas reflétée sur le cours de son action, probablement soutenu par les rumeurs d'une opération sur son capital impliquant une autre ESN française.

Le Tableau 15 présente les caractéristiques boursières et les multiples auxquels s'échangent les titres des sociétés de l'échantillon.

Tableau 15 : Caractéristiques boursières et multiples des sociétés comparables au 16 octobre 2019

Société	Capi. boursière	Valeur d'entr.	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Devoteam	694,6	750,8	0,83x	0,71x	0,61x	7,8x	6,4x	5,4x	8,5x	6,9x	5,7x
Neurones	525,5	410,8	0,68x	0,59x	0,56x	5,7x	4,9x	4,3x	6,4x	6,0x	5,7x
Aubay	429,7	451,2	0,96x	0,87x	0,78x	8,9x	8,1x	7,1x	9,3x	8,4x	7,5x
Infotel	261,3	215,0	0,76x	0,68x	0,60x	6,8x	5,9x	5,4x	8,5x	7,1x	6,3x
Groupe Open	113,2	141,2	0,34x	0,31x	0,29x	5,8x	4,7x	4,3x	6,7x	5,1x	4,6x
Umanis	103,9	157,0	0,61x	0,51x	0,39x	7,6x	5,2x	3,4x	9,8x	6,2x	4,2x
Visiativ	89,5	134,6	0,62x	0,53x	0,44x	6,9x	5,2x	4,1x	9,8x	7,3x	5,5x
Moyenne (hors CS)	316,8	322,9	0,69x	0,60x	0,52x	7,1x	5,8x	4,9x	8,5x	6,7x	5,7x
Mediane (hors CS)	261,3	215,0	0,68x	0,59x	0,56x	6,9x	5,2x	4,3x	8,5x	6,9x	5,7x
CS Comm. & Syst.	120,8	210,1	0,88x	0,83x	0,78x	10,7x	9,0x	8,1x	18,9x	13,1x	10,5x
Moyenne	292,3	308,8	0,71x	0,63x	0,56x	7,5x	6,2x	5,3x	9,8x	7,5x	6,3x
Mediane	191,0	212,5	0,72x	0,63x	0,58x	7,3x	5,6x	4,9x	8,9x	7,0x	5,7x

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Précisons que l'impact de la nouvelle norme IFRS 16 est difficilement appréciable pour la méthode des comparables boursiers, dans la mesure où cette méthode repose sur les agrégats prospectifs des différentes sociétés de l'échantillon, issus du consensus de marché. Les prévisions opérationnelles des *brokers* composant le consensus de marché ne sont généralement pas suffisamment détaillées pour retracer les impacts de l'application de l'IFRS 16. Ainsi, pour pallier cette incomplétude d'information, nous avons opté pour une valorisation par le multiple d'EBIT, qui présente l'avantage de réduire en partie les distorsions dues à l'application de l'IFRS 16. En effet, l'EBIT intègre les dotations aux amortissements des droits d'usage locatifs, contrairement à l'EBITDA, mais reste tout de même majoré des frais financiers relatifs à la dette de location.

Nous avons donc volontairement écarté :

- Le multiple de chiffre d'affaires (VE/CA) considéré comme non pertinent dans la mesure où il ignore le niveau de rentabilité d'exploitation de chaque société ;
- Le multiple d'EBITDA pour les raisons expliquées dans le paragraphe ci-dessus ;
- Le multiple de résultat net (PER) qui est influencé par la structure financière propre à chaque société, cette dernière dépendant de sa politique de financement.

IV.B.4.c. Résultats

Les résultats de la valorisation d'ITS Group par l'application de la méthode des comparables boursiers sont présentés dans le Tableau 16.

Tableau 16 : Résultats de valorisation par la méthode des comparables boursiers au 16 octobre 2019

Agrégats utilisés dans la méthode des comparables boursiers (en M€)	EBIT		
	2019E	2020E	2021E
Agrégats de ITS Group	7,8	9,5	10,6
x Multiples moyens de l'échantillon (hors CS Communication & Systemes)	8,5x	6,7x	5,7x
= Valeur d'entreprise avant décote	65,6	64,0	59,7
x Application d'une décote de taille	(22,3%)	(22,3%)	(22,3%)
= Valeur d'entreprise après décote	51,0	49,7	46,4
- Dette nette	(5,6)	(0,3)	4,1
- Provisions hors avantages du personnel	(0,4)	(0,4)	(0,4)
- Engagements de retraite après fiscalisation	(1,5)	(1,5)	(1,5)
- Minoritaires	(0,5)	(0,5)	(0,5)
= Valeur des fonds propres	42,9	47,0	48,1
/ Nombre d'actions au 30 juin 2019	7,8	7,8	7,8
= Valeur par action (en €)	5,51	6,02	6,17
Valeur par action retenue	5,90		

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

En appliquant les multiples moyens d'EBIT prospectifs 2019E, 2020E et 2021E aux agrégats prévisionnels, la valeur d'entreprise d'ITS Group ressort respectivement à 65,6 M€, 64,0 M€ et 59,7 M€, pour une valeur moyenne de 63,1 M€.

Compte tenu de l'écart entre la valeur d'entreprise d'ITS Group (58,4 M€) et la valeur d'entreprise moyenne de l'échantillon de société comparables (323 M€, hors CS Communication & Systemes), nous avons appliqué une décote de taille de -22,3%. La décote a été estimée en rapportant la valeur d'entreprise d'ITS Group issue de la méthode *DCF to Firm* (58,4 M€), au résultat de cette même méthode si la taille de la Société était conforme à la valeur d'entreprise moyenne de l'échantillon de comparables boursiers.

Les éléments de passage présentés dans la méthode des comparables boursiers correspondent à des agrégats prospectifs de clôture estimés pour les exercices 2019, 2020 et 2021. Dans le cas présent, les principales différences avec les éléments de passage présentés dans la méthode *DCF to Firm* portent sur le dividende 2018 et la créance de cession d'Overlap. Le dividende 2018 (mis en paiement le 10 juillet 2019) et la créance de cession d'Overlap (qui sera payée pour moitié au cours du S2 2019 et pour moitié au cours de l'exercice 2020) sont pris en compte dans les dettes nettes de clôture prospectives 2019 et 2020.

Après la prise en compte de ces éléments de passage prospectifs et sur la base de 7,8 millions d'actions, la valeur par action retenue s'établit à 5,90 € au 16 octobre 2019.

IV.B.5. Transactions récentes sur le capital d'ITS Group (à titre principal)

Le 12 décembre 2018, BNP Paribas a déclaré avoir franchi indirectement en hausse, le 10 décembre 2018, par l'intermédiaire des sociétés BNP Paribas Développement et BNP Paribas Cardif qu'elle contrôle, les seuils de 5% des droits de vote et 10% du capital de la société ITS Group. Cette opération résulte de l'acquisition de 322 256 actions hors marché à un prix de 4,10 € par action, significativement inférieur au prix d'Offre.

IV.B.6. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

IV.B.6.a. Méthodologie

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

De la même manière que pour la méthode des comparables boursiers, la recherche de transactions portant sur des sociétés comparables à ITS Group est complexe. Il s'y ajoute 2 difficultés supplémentaires, que sont l'appréciation du contexte transactionnel, notamment appréciée en termes de part du capital acquise et de prise de contrôle, et la situation de marché au moment de la réalisation de la transaction. Pour ces raisons et par manque de transactions récentes pleinement comparables, les résultats de cette méthode sont présentés à titre indicatif.

IV.B.6.b. Application

Dans le cas présent nous avons identifié un échantillon de 3 transactions potentiellement comparables, dont 2 avec une information publique complète et disponible et une dernière avec une information publique incomplète. Ces transactions sont décrites en Annexe 4. Le Tableau 17 détaille les caractéristiques financières des transactions sélectionnées pour la constitution de l'échantillon.

Tableau 17 : Caractéristiques financières des transactions de l'échantillon au 16 octobre 2019

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)			Marge (LTM)	
	Nom	Pays	Nom	% acq.	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
26-sept.-18	Gfi	France	Mannai	3,4%	1 040	0,9x	12,6x	17,3x	6,9%	5,0%
26-oct.-17	Business & Decision	France	Orange	19,1%	97	0,5x	ns	ns	0,9%	ns
20-juin.-16	Ausy	France	Randstad	92,5%	401	0,9x	10,6x	11,6x	8,7%	8,0%
Moyenne					512	0,7x	11,6x	14,4x	5,5%	6,5%
Médiane					401	0,9x	11,6x	14,4x	6,9%	6,5%
Moyenne (hors Business & Decision)					720	0,9x	11,6x	14,4x	7,8%	6,5%
Médiane (hors Business & Decision)					720	0,9x	11,6x	14,4x	7,8%	6,5%

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

IV.B.6.a. Résultats

Les résultats de la valorisation d'ITS Group par l'application de la méthode des transactions comparables sont présentés dans le Tableau 18.

Tableau 18 : Résultats de valorisation par la méthode des transactions comparables au 16 octobre 2019

Agrégats utilisés dans la méthode des transactions comparables (en M€, sauf multiples)	EBIT
	LTM
Agrégats de ITS Group	6,8
x Multiple moyen de l'échantillon	14,4x
= Valeur d'entreprise avant décote	98,3
x Application d'une décote de taille	(28,9%)
= Valeur d'entreprise après décote	69,9
- Dette nette	(12,2)
- Provisions hors avantages du personnel	(0,4)
- Engagements de retraite après fiscalisation	(1,5)
- Dividende 2019	(0,9)
+ Créance sur la cession d'Overlap	1,0
- Minoritaires	(0,5)
= Valeur des fonds propres	55,4
/ Nombre d'actions au 30 juin 2019	7,8
= Valeur par action (en €)	7,11

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

En appliquant le multiple moyen à l'EBIT réalisé par ITS au cours des 12 derniers mois au 30 juin 2019, date des derniers comptes publiés par la Société, la valeur d'entreprise d'ITS Group ressort à 98,3 M€.

Compte tenu de l'écart entre la valeur d'entreprise d'ITS (58,4 M€) et la valeur d'entreprise moyenne des sociétés cibles de l'échantillon de transactions comparables (420,1 M€, hors Business & Décision), nous avons appliqué une décote de taille de -28,9%. Le niveau de la décote a été calculé selon une méthodologie propre à Associés en Finance, en rapportant la valeur d'entreprise d'ITS issue de la méthode *DCF to Firm* (58,4 M€), au résultat de cette même méthode si la taille d'ITS était conforme à la valeur d'entreprise moyenne des sociétés cibles de l'échantillon de transactions comparables.

Les éléments de passage présentés dans la méthode des transactions comparables utilisant les agrégats LTM correspondent aux éléments de passage au 30 juin 2019. Ils sont donc identiques aux éléments de passage présentés dans la méthode *DCF to Firm*.

Après la prise en compte de ces éléments de passage et sur la base d'un nombre de 7,8 millions d'actions, la valeur par action s'établit à 7,11 € au 4 novembre 2019. Ce résultat est présenté à titre indicatif, pour les raisons discutées plus haut.

V. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Invest Securities, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères de la Société tout comme Associés en Finance.

V.A. Méthodes de valorisation écartées et retenues

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net réévalué, par l'actualisation des dividendes et par les objectifs de cours des analystes. La banque présentatrice a également écarté la méthode de l'actif net comptable, présentée à titre indicatif par Associés en Finance dans un contexte d'éventuel retrait obligatoire.

Invest Securities a retenu à titre indicatif la méthode de valorisation par les transactions de comparables, tout comme Associés en Finance.

L'établissement présentateur et Associés en Finance retiennent pour l'évaluation multicritères d'ITS Group les méthodes suivantes : l'analyse des cours de bourse, l'actualisation des flux prévisionnels (*DCF to Firm* à laquelle Associés en Finance rajoute une méthode de valorisation *DCF to Equity*), la méthode des multiples sur les comparables boursiers et les références aux transactions récentes réalisées sur le capital.

V.B. Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé publié dans le rapport semestriel 2019, tout comme l'a fait Associés en Finance. La banque présentatrice et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

Associés en Finance et l'établissement présentateur intègrent le même niveau de dette financière brute (passifs financiers courants et non courants et passifs locatifs ajustés pour être dans une situation avant application de la nouvelle norme IFRS 16), de trésorerie et équivalents, de provisions pour garanties, litiges, restructuration et autres, de provisions pour retraites fiscalisées, de créance sur la cession d'Overlap (actualisée par Associés en Finance mais pas par la banque présentatrice) et des intérêts minoritaires.

Invest Securities retient le coût de l'acquisition de Randco réalisée en juillet 2019 pour 0,79 M€ dans ses éléments de passage. Associés en Finance ne retient pas cet élément car le plan d'affaires de la Société n'intègre pas les flux relatifs à cette acquisition. Associés en Finance intègre le montant du dividende versé au titre de l'exercice 2018 le 10 juillet 2019.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de la banque présentatrice et qui vient en déduction de la valeur d'entreprise s'établit à 14,4 M€ au 30 juin 2019 contre 14,5 M€ pour Associés en Finance.

V.C. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

V.C.1. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

La banque présentatrice a écarté la méthode de l'actif net comptable, présentée à titre indicatif par Associés en Finance dans un contexte d'éventuel retrait obligatoire. Cependant, la banque présentatrice affiche le résultat qui serait obtenu par l'application de cette méthode, qui est similaire à celui obtenu par Associés en Finance.

V.C.2. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

Invest Securities a retenu un échantillon de 7 transactions comparables sur une période s'étalant de 2014 à 2019. Associés en Finance a choisi de retenir une période plus courte, allant de 2016 à 2019.

Associés en Finance a identifié 3 transactions potentiellement comparables, dont 2 avec une information publique complète et disponible et une dernière avec une information publique incomplète (Business & Decision). Par manque d'informations publiques fiables disponibles, Associés en Finance n'a pas retenu l'acquisition faite par Sopra Steria sur Kentor.

En conséquence, Associés en Finance a retenu 2 transactions comparables, soit les transactions portant sur GFI et Ausy.

Il ressort de l'échantillon choisi par les banques, un multiple EV/EBIT médian de 11,1x tandis que le multiple moyen retenu par Associés en Finance est de 14,4x auquel est appliquée une décote. Par ailleurs, tout comme pour la méthode de valorisation par les comparables, Invest Securities et Associés en Finance ont choisi de ne pas retenir le multiple d'EBITDA.

L'établissement présentateur et Associés en Finance concluent que cette méthode est peu pertinente pour évaluer ITS Group du fait de l'écart relativement important des multiples considérés, de la taille nettement supérieure des sociétés acquises par rapport à ITS Group, du faible nombre de transactions récentes et du contexte transactionnel.

V.D. Les méthodes présentées à titre principal par Associés en Finance

V.D.1. Référence au cours de bourse (à titre principal)

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance³. Associés en Finance et la banque présentatrice ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Offre.

³ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés notamment le nombre de jours de bourse de référence ainsi que l'ajustement du dividende. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et la banque présentatrice sont différentes (Associés en Finance a choisi de considérer en plus un cours moyen pondéré de 1 mois).

V.D.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal)

La banque présentatrice, comme Associés en Finance, a construit son modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base des hypothèses du plan d'affaires fourni par la Société. Associés en Finance a également utilisé l'atterrissage actualisé pour l'exercice 2019 compte tenu de l'activité à fin août 2019, alors que l'établissement présentateur s'est exclusivement basé sur les données prévisionnelles issues du plan d'affaires.

La valeur d'entreprise extériorisée par l'établissement présentateur se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2019-2021), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2028 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2028 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice se base sur un taux normatif de +1,5% de croissance du chiffre d'affaires en 2028. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance moyenne de 2,0% entre 2022 et 2053 ;
- La marge d'EBITDA est extrapolée jusqu'en 2028 pour l'établissement présentateur et jusqu'en 2053 par Associés en Finance conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. Les niveaux normatifs retenus par Associés en Finance sont légèrement inférieurs à ceux retenus par Invest Securities l'ensemble de la période de modélisation ;
- La banque présentatrice a modélisé une variation de BFR stable sur la durée 2022-2028. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires, puis en a déduit sa variation chaque année ;
- Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements un peu moins élevées que la banque présentatrice sur la période 2022-2053. Invest Securities a retenu des investissements nets en immobilisations corporelles et incorporelles compris entre 1,0% et 1,3% du chiffre d'affaires, tandis qu'Associés en Finance a modélisé ces investissements stables en pourcentage du chiffre d'affaires sur la base d'un niveau moyen de 0,6% du chiffre d'affaires conforme au recentrage effectué sur les activités du groupe ;
- Les travaux de la banque présentatrice aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 9,26%, sur la base d'une prime de marché de 6,57% (donnée correspond à la moyenne 3 mois au 16 octobre 2019 de la prime de marché Factset Estimates), d'un bêta de 1,08 calculé à partir du bêta désendetté de l'échantillon de comparables, d'un taux sans risque de -0,26% (moyenne 3 mois de l'OAT 10 ans au 16 octobre 2019), et d'une prime de taille de 3,67% (source Duff & Phelps), d'un niveau de dette nette / capitaux propres de 16,9%, soit un coût moyen pondéré du capital de 9,26%. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital au 16 octobre 2019 de 14,25%.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 5,60 € par action ITS Group, un niveau inférieur à la valorisation obtenue par la banque présentatrice de 6,54 € par action ITS Group. L'écart entre les deux valorisations s'explique en grande partie par les taux d'actualisation retenus.

Méthodologie de valorisation DCF to Equity

La banque présentatrice n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to Equity*, à l'inverse d'Associés en Finance qui considère cette méthode pertinente.

V.D.3. Méthode des comparables boursiers (à titre principal)

Les échantillons de sociétés considérées comme comparables retenus par Associés en Finance et par la banque présentatrice sont similaires pour 8 sociétés, mais diffèrent sur la prise en compte de Micropole et SQL Ingénierie. Ces 2 sociétés ne sont pas retenues par Associés en Finance compte tenu de la différence d'activités (orientation *marketing digital*) avec ITS Group.

Outre cette légère différence dans l'échantillon considéré, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers par Invest Securities diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : la banque a calculé la valeur de l'action ITS Group sur la base de multiples d'EBIT et de P/E en 2019E, 2020E et 2021E. Pour les raisons évoquées dans la partie IV.B.4, Associés en Finance a choisi de ne pas retenir les multiples de P/E (*Price to Earnings Ratio*) et de privilégier les résultats basés sur les multiples d'EBIT ;
- L'utilisation par Associés en Finance d'éléments de passage prospectifs, notamment concernant la dette.

Les différences ci-dessus expliquent l'écart entre les fourchettes de valorisation obtenues par Associés en Finance et par la banque pour ITS Group : 6,16 € par action pour la banque après application d'une décote de taille de 16,7% sur la valeur des fonds propres obtenue, une fourchette de 5,51 € à 6,17 € par action avec une moyenne de 5,90 € pour Associés en Finance après application d'une décote de 22,3% sur la valeur d'entreprise.

V.D.4. Référence aux transactions récentes sur le capital (à titre principal)

Associés en Finance comme la banque présentatrice considèrent l'acquisition d'actions réalisée par BNP Paribas Développement le 10 décembre 2018. L'établissement présentateur ajoute l'acquisition faite par ITS Group au mois de janvier 2019 de 275 000 de ses propres actions au prix de 4,70 € par action.

V.D.5. Synthèse de l'évaluation

Tableau 19 : Comparaison des valorisations obtenues pour ITS Group par la banque présentatrice et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance	 INVEST SECURITIES
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 50,8% par rapport au cours de clôture au 16 octobre 2019 Primes comprises entre 43,6% (cours sur 6 mois) et 48,5% (cours sur 1 mois) par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6 et 12 mois au 16 octobre 2019	Prime offerte par l'Offre de 50,8% par rapport au cours de clôture au 16 octobre 2019 Primes comprises entre 41,5% (cours sur 6 mois) et 48,4% (cours sur 3 mois) par rapport aux cours moyens pondérés sur 3, 6 et 12 mois au 16 octobre 2019
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	Valeur centrale de 5,63 € par action ITS Group sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 17,5%	Valeur centrale de 6,54 € par action ITS Group sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 1,2%
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	Valeur centrale de 4,79 € par action ITS Group sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 38,3%	
Méthode des comparables boursiers	Valeur par action retenue de 5,90 €. par la méthode des comparables boursiers. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 12,2%. La valorisation est comprise entre 5,51 € et 6,17 € sur la base des multiples d'EBIT 2019E, 2020E et 2021E	Valeur par action retenue de 6,16 €. par la méthode des comparables boursiers. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 7,5%. La valorisation est comprise entre 5,38 € et 9,60 € sur la base des multiples EBIT et PER 2019E, 2020E et 2021E
Analyse des transactions récentes sur le capital	Le 10 décembre 2018, BNP Paribas a acquis un bloc significatif (322 256 actions), au prix de 4,10 €, le prix d'Offre extériorise une prime de 61,5%	Le 10 décembre 2018, BNP Paribas a acquis un bloc significatif (322 256 actions), au prix de 4,10 €, le prix d'Offre extériorise une prime de 61,5% Au mois de janvier 2019, ITS Group a acquis un bloc significatif (275 000 actions), au cours de bourse de 4,70 €, le prix d'Offre extériorise une prime de 40,9%.
Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	A titre indicatif : Valeur par action de 7,11 € par la méthode des transactions comparables (sur la base de 2 transactions comparables). Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une décote de -6,9%.	A titre indicatif : Valeur par action de 9,11 € par la méthode des transactions comparables (sur la base de 6 transactions comparables). Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une décote de -27,3%.
Actif Net Comptable (à titre indicatif pour Associés en Finance, non retenu pour Invest Securities)	A titre indicatif : L'actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par ITS Group s'établit à 6,62 € par action au 30 juin 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 0,0%.	Non retenu : L'actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par ITS Group s'établit à 6,62 € par action au 30 juin 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 0,0%.
Objectif de cours des analystes (non retenu)	Les objectifs de cours des deux brokers qui suivent la valeur sont compris entre 8,10 € et 7,50 €. Le prix d'Offre extériorise respectivement des décotes de -18,3% et -11,7%.	Les objectifs de cours des deux brokers qui suivent la valeur sont compris entre 8,10 € et 7,50 €. Le prix d'Offre extériorise respectivement des décotes de -18,3% et -11,7%.

Source : Associés en Finance

VI. Conclusion d'Associés en Finance

Le 17 octobre 2019, ITS Group a annoncé la signature d'un accord de négociations exclusives portant sur un projet de regroupement des participations de ses trois principaux actionnaires, à savoir Jean-Michel Bénard et certains membres de sa famille, Robert Spiegl et BNP Paribas. Ces négociations ont abouti à l'apport de leur participation respective au capital d'ITS Group dans une holding, ITS Participations, qui détient, au 20 novembre 2019, un total de 4 060 254 actions ITS Group, représentant 51,56% du capital et 51,36% des droits de vote.

A la suite de ces Apports, réalisés le 20 novembre 2019, ITS Participations s'est engagé à initier une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde des actions composant le capital social de la Société, soit 3 201 675 actions après déduction (i) des 181 010 actions gratuites définitivement acquises le 25 septembre 2019 mais dont la période de conservation ne se terminera que le 25 septembre 2020 et (ii) des 431 616 actions auto-détenues par la Société. L'Initiateur a indiqué son intention de lancer une procédure de Retrait Obligatoire si les actions détenues par les actionnaires minoritaires d'ITS Group ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote d'ITS Group.

Le 13 septembre 2019, ITS Group a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, décision ratifiée par le Conseil d'Administration d'ITS Group du 16 octobre 2019. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle d'ITS Group (261-1 I alinéa 1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers), que les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261.1 I alinéa 2 du RG), qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261.1 I alinéa 4 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et de l'éventuel éventuel Retrait Obligatoire, initiée par ITS Participations au prix de 6,62 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères d'ITS Group réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 20.

Le prix de 6,62 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime de +50,8% par rapport au cours de clôture d'ITS Group au 16 octobre 2019, dernière date avant l'annonce de l'Offre ;
- Des primes comprises entre +43,6% et +48,5% (calculs arrêtés au 16 octobre 2019) par rapport aux cours moyens pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois de bourse aux dates de référence mentionnées ;
- Des primes de +17,5% à +38,3% par rapport à la valorisation d'ITS Group au 16 octobre 2019 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;
- Une prime de +12,2% par rapport à la valorisation d'ITS Group au 16 octobre 2019 par la méthode des comparables boursiers, méthode de valorisation également retenue par Associés en Finance à titre principal ;
- Une prime de +61,5% par rapport à la dernière transaction significative récente réalisée sur le capital d'ITS Group par un des Actionnaires de Référence, BNP Paribas.

En définitive, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours de l'action avant l'annonce de l'Offre et par rapport aux valorisations retenues à titre principal par Associés en Finance à titre principal.

Tableau 20 : Comparaison des valorisations obtenues pour ITS Group par les différentes méthodes de valorisation et primes/décotes extériorisées par le prix d'Offre au 16 octobre 2019

		Valeur par action	Prime / Décote induite
A titre principal	Cours de bourse au 16 octobre 2019	Cours de clôture au 16 octobre 2019	4,39 € 50,8%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	4,46 € 48,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	4,46 € 48,4%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	4,61 € 43,6%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	4,60 € 43,9%
	Méthode d'actualisation des flux	DCF to Firm	5,63 € 17,5%
		DCF to Equity	4,79 € 38,3%
	Méthode des comparables boursiers	Moyenne des multiples d'EBIT 2019E, 2020E et 2021E	5,90 € 12,2%
	Analyse des transactions récentes sur le capital		
		Transaction réalisée par BNP Paribas	4,10 € 61,5%
A titre indicatif	Méthode des transactions comparables	Moyenne du multiple d'EBIT	7,11 € -6,9%
	Actif Net Comptable	Actif Net comptable au 30 juin 2019	6,62 € 0,0%

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.



Associés en Finance

VII. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Présentation de l'expert indépendant

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des services informatiques, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 21 : Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
juil.-19	April	CVC Partners	Deutsche Bank/Lazard/Natixis	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rocheffort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Pierre Charmion, *Managing Director*, Arthur Imbert, *Associate*, et Mathieu Benoît, Analyste. Mathilde de Montigny, *Managing Director*, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous. Une réunion a également été organisée avec les administrateurs indépendants afin de leur présenter les résultats de l'évaluation.

- Contacts physiques ou téléphoniques avec les personnes suivantes :
 - Georges Rousseau, administrateur indépendant, ITS Group ;

- Marc Lavine, administrateur indépendant, ITS Group ;
- Jean Michel Benard, Président Directeur Général, ITS Group ;
- Philippe Sauvé, Directeur Général Délégué aux Finances et à l'Administratif, ITS Group ;
- Marc Antoine Guillen, Président, Invest Securities ;
- Sami Berhouma, Directeur, Invest Corporate Finance ;
- Charlène Imbert, Vice President, Invest Corporate Finance ;
- Manon Ardouin, Analyste, Invest Corporate Finance ;
- Delphine Vidalenc, Avocat Associée, Cabinet De Pardieu Brocas Maffei ;
- Maxime Dubreil, Responsable de la Recherche Marché Secondaire et du Secteur Technologique, Invest Securities ;
- Matthieu Lavillunière, Analyste Financier, Invest Securities.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

■ Analyse de documents

- Derniers statuts d'ITS Group ;
- Organigramme juridique d'ITS Group et de ses filiales ;
- Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote), détail des éventuels instruments dilutifs ;
- Rapports de gestion d'ITS Group sur les 5 derniers exercices ;
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration d'ITS Group et des Assemblées Générales (sur les 3 derniers exercices) ;
- Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les cinq derniers exercices ;
- Projet de note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice et projet de note en réponse en date du 20 novembre 2019 ;
- Comptes consolidés et annexes du premier semestre 2019 (avec et sans application de la norme IFRS 16) ;
- Etudes passés et prospectives sur l'environnement opérationnel d'ITS Group ;
- Plan d'affaires commenté ;
- Pacte d'associés, traité d'apport de titres, statuts, contrat de crédit et protocole d'investissement d'ITS Participations ;

- Mécanisme de liquidité des actions gratuites.
- Utilisation des bases de données
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
- Analyse de la Société et de son environnement
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
 - analyse financière, comptes et stratégie d'ITS Group ;
 - analyse des comparables boursiers de la Société.
- Evaluation d'ITS Group selon une approche multicritères
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
- Mise en œuvre du contrôle qualité
- Examen des travaux de la banque présentatrice
- Rédaction du rapport d'expertise
- Présentation du rapport à la Société et aux administrateurs indépendants

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) sont compris entre 40 000 et 50 000 € hors TVA et frais techniques.

VIII. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

VIII.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à

dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

VIII.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

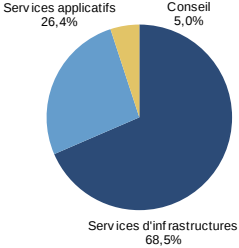
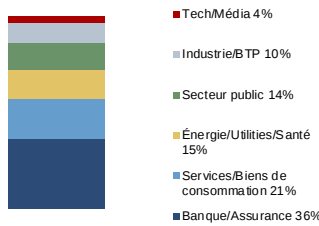
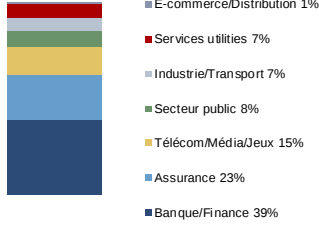
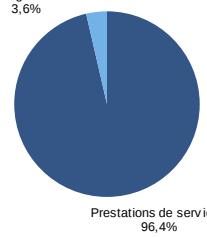
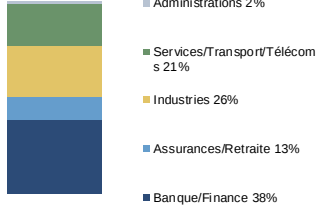
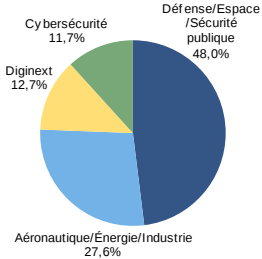
L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

IX. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers

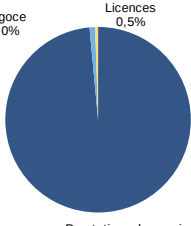
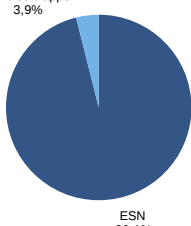
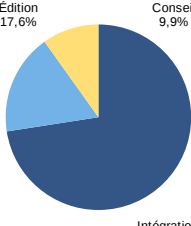
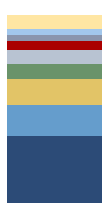
Tableau 22 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers au 16 octobre 2019

Société	Pays	Description de l'activité	Chiffre clés	Répartition des activité par segment*	Répartition des activité par secteur clients*
 devoteam		Devoteam est une ESN française qui fournit des services d'hébergement cloud (DaaS), d'infogérance, de cybersécurité et de big data.	Chiffre d'affaires* 652 M€ Capi. boursière* 695 M€	nd	nd
 NEURONES		Neurones est une ESN française qui propose des services d'infrastructure, des services applicatifs ainsi que du conseil en transformation numérique.	Chiffre d'affaires* 490 M€ Capi. boursière* 526 M€		
 aubay ahead of innovation		Aubay est une ESN française qui fournit des conseils en architecture, en intégration et en management des SI.	Chiffre d'affaires* 401 M€ Capi. boursière* 430 M€	nd	
 infotel		Infotel est une ESN française qui propose principalement des services d'infogérance (gestion de patrimoines applicatifs, flexibilité des SI etc) ainsi que de l'édition de logiciel.	Chiffre d'affaires* 232 M€ Capi. boursière* 261 M€		
 CS GROUP		CS Communication & Systèmes est une ESN française qui offre des services de conception d'architecture informatique, de développement et d'intégration de logiciels et de déploiement d'applications industrielles.	Chiffre d'affaires* 202 M€ Capi. boursière* 121 M€		nd

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : * Chiffre d'affaires et répartition au 31 décembre 2018, Capitalisation boursière au 16 octobre 2019

Tableau 23 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers au 16 octobre 2019

Société	Pays	Description de l'activité	Chiffre clés	Répartition des activité par segment*	Répartition des activité par secteur clients*
		Groupe Open est une ESN française qui offre des prestations d'infogérance applicative, d'infrastructure et de conseil en transformation digitale, mobilité et gestion des données	Chiffre d'affaires* 324 M€ Capi. boursière* 113 M€	 Négoc 1,0% Licences 0,5% Prestations de services 98,5%	 ■ Commerce/Distribution 4% ■ Télécom/Média 5% ■ Secteur public 11% ■ Industrie 11% ■ Énergies 17% ■ Services/Transports 20% ■ Banque/Assurance/Finance 33%
		Umanis est une ESN française qui propose principalement des services d'intégration, d'infogérance applicative et d'externalisation des processus métier (BPO).	Chiffre d'affaires* 207 M€ Capi. boursière* 104 M€	 Centres d'appel 3,9% ESN 96,1%	nd
		Visiativ est une ESN française spécialisée dans l'intégration de solutions logicielles (notamment des logiciels de Dassault Systèmes), le conseil en transformation numérique et l'édition de plateformes collaboratives	Chiffre d'affaires* 163 M€ Capi. boursière* 89 M€	 Édition 17,6% Conseil 9,9% Intégration 72,5%	 ■ Autres 7% ■ Sciences de la vie 3% ■ Aéronautique/Défense 4% ■ Hautes technologies 4% ■ Transport/Mobilité 7% ■ Biens de consommation 8% ■ Finance/Services 13% ■ Ingénierie/Construction 17% ■ Équipements industriels 37%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : * Chiffre d'affaires et répartition au 31 décembre 2018, Capitalisation boursière au 16 octobre 2019

X. Annexe 4 : Présentation des transactions comparables

GFI – Mannai Corporation

L'acquisition de Gfi par la société qatarie Mannai Corporation a été finalisée en décembre 2018 à la suite d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire portant sur 3,40% du capital, au prix de 10,20€ par action. Cette opération intervient après une première acquisition par Mannai d'un bloc représentant environ 25% du capital de Gfi en avril 2016. A la suite de ce rachat, Mannai, agissant de concert avec d'autres actionnaires de Gfi (principalement Apax et Boussard & Gavaudan), a initié une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur l'ensemble des actions non détenues par le concert (soit environ 80,20% du capital). A l'issue de l'OPAS et d'une acquisition d'un bloc complémentaire auprès d'Apax et Boussard & Gavaudan, Mannai détenait 51,24% du capital de Gfi. En mai 2017, les concertistes ont conclu à nouvel accord conduisant à l'acquisition par Mannai d'un bloc d'environ 44% du capital de Gfi. A l'issue de l'ensemble de ces opérations Mannai détenait 96,6% du capital de Gfi, lui permettant ainsi d'initier une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

Business & Decisions – Orange

L'acquisition de Business & Decisions par Orange Business Services (anciennement Network Related Services), une société du groupe Orange, a été finalisée en juillet 2018 à la suite d'une Offre Publique d'Achat portant sur 32,43% du capital au prix de 7,93 € par action. Cette opération intervient après l'acquisition par Orange Business Services d'un bloc d'actions majoritaire. Business & Decisions est une ESN française spécialisée en conseil et intégration de systèmes d'information. Son offre s'articule à travers trois expertises : (i) Data : à travers la gestion, le traitement et la sécurisation des données, (ii) Digital : à travers des offres de CRM, la conception de stratégie de marketing digital et e-commerce et (iii) Pilotage & Transformation : à travers du conseil et de l'assistance à la mise en œuvre de transformation digitale.

Ausy – Randstad

L'acquisition de Ausy par Randstad a été finalisée en janvier 2017, à la suite d'une Offre publique d'Achat portant sur la totalité des actions et des ORNANE non détenues par Randstad aux prix de 55,00 € par actions et 63,25 € par ORNANE. Ausy est une société conseil technologique spécialisée dans le management et l'organisation des systèmes d'informations et dans les solutions de R&D externalisée en systèmes industriels.