

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



INITIÉE PAR

ITS PARTICIPATIONS

PRÉSENTÉE PAR



NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE ITS PARTICIPATIONS

PRIX DE L'OFFRE :

6,62 EUROS PAR ACTION ITS GROUP

DURÉE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE : 14 JOURS DE NÉGOCIATION

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



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'Offre en date du 17 décembre 2019, apposé le visa n°19-573 en date du 17 décembre 2019 sur la présente Note d'Information. Cette Note d'Information a été établie par ITS Participations et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

ITS Participations a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions d'ITS Group si les actions d'ITS Group non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'ITS Group, conformément aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

La présente Note d'Information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), de ITS Group (<https://www.itsgroup.com/finances/informations-reglementees>) et peut être obtenue sans frais au siège social d'ITS Participations (42, rue de Bellevue – 92100 Boulogne-Billancourt) et auprès de Invest Securities : 73, boulevard Haussmann – 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ITS Participations seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	5
1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR	6
1.1.1 <i>Présentation de l'Initiateur</i>	6
1.1.2 <i>Contexte de l'Offre</i>	7
1.1.3 <i>Motifs de l'Offre</i>	10
1.1.4 <i>Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir</i>	11
1.1.4.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle, commerciale et financière	11
1.1.4.2 Intention en matière d'emploi	11
1.1.4.3 Composition des organes sociaux et de direction de la Société	11
1.1.4.4 Perspective d'une fusion et réorganisation	12
1.1.4.5 Synergies – Gains	12
1.1.4.6 Politique de distribution de dividendes	12
1.1.4.7 Retrait obligatoire – Radiation de la cote	12
1.1.4.8 Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires	13
1.2 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	13
1.2.1 <i>Protocole d'investissement</i>	13
1.2.2 <i>Pacte d'associés</i>	13
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	16
2.1 TERMES DE L'OFFRE.....	16
2.2 NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE.....	16
2.3 SITUATION DES TITULAIRES D'ACTIONS GRATUITES	16
2.4 MODALITES DE L'OFFRE	17
2.5 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	18
2.6 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	19
2.7 FRAIS ET FINANCEMENT DE L'OFFRE.....	20
2.7.1 <i>Frais liés à l'Offre</i>	20
2.7.2 <i>Modalités de financement de l'Offre</i>	20
2.8 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER.....	20
2.9 REGIME FISCAL DE L'OFFRE	21
2.9.1 <i>Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel et ne détenant pas des Actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel</i>	21
2.9.2 <i>Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés</i>	24
2.9.3 <i>Personnes non-résidentes fiscales en France</i>	25
2.9.4 <i>Personnes soumises à un régime d'imposition différent</i>	25
2.9.5 <i>Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières</i>	25
3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	27
3.1 METHODOLOGIE	27
3.1.1 <i>Agrégats de référence</i>	27
3.1.2 <i>Historique de la Société</i>	27
3.1.3 <i>Présentation des activités</i>	28
3.1.3.1 Prestations de services (71% du chiffre d'affaires en 2018)	28
3.1.3.2 Cloud / Services managés (22% du chiffre d'affaires en 2018)	28
3.1.3.3 Négocier d'infrastructures (7% du chiffre d'affaires en 2018)	29
3.1.4 <i>Évolution des résultats</i>	29

3.1.4.1	Évolution du chiffre d'affaires d'ITS Group	29
3.1.4.2	Évolution de la rentabilité d'ITS Group	30
3.1.5	Bilan économique 2012-2018	36
3.1.6	Analyse du plan d'affaires 2019-21	37
3.1.7	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	37
3.1.8	Nombre d'Actions retenu	38
3.2	METHODES RETENUES POUR L'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	38
3.2.1	Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles	38
3.2.2	Approche par les comparables boursiers	40
3.2.3	Approche par les cours boursiers	43
3.2.4	Approches par les transactions récentes sur le capital	44
3.2.5	Synthèse de l'appréciation de l'Offre sur les Actions ITS Group	44
3.3	METHODES A TITRE INDICATIF	45
3.3.1	Multiplés de transactions comparables	45
3.4	METHODES ECARTEES	46
3.4.1	Actualisation des dividendes	46
3.4.2	Cours cibles des analystes	46
3.4.3	Actif Net comptable	47
4.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	48
4.1	POUR L'INITIATEUR	48
4.2	ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR	48

1. PRÉSENTATION 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** »), s'est engagée 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 hors 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'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, à la connaissance de l'Initiateur, 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 1.1.2 de la présente Note d'Information.

À la date de la présente Note d'Information, l'Initiateur détient à la suite de l'Apport et de diverses acquisitions sur le marché (se référer à la section 1.1.2, a) de la présente Note d'Information) 5 019 408 Actions représentant, à sa connaissance, 63,74% du capital social et 63,51% des droits de vote théoriques de la Société⁴.

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 bénéficient sous certaines conditions d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.1.2, b) 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 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 de la présente Note d'Information et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de 2 242 521 Actions (les « **Actions Visées** »), représentant 28,48% du capital social et 28,74% des droits de vote théoriques de la Société⁶, à un prix de 6,62 euros par Action.

À la connaissance de l'Initiateur, à la date de la présente Note d'Information, 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.

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 de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

⁵ Il est précisé qu'à la suite 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 et de la délivrance par l'AMF de sa décision de conformité sur l'Offre, les Actions Gratuites 2018 sont assimilées au titre de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur.

⁶ Sur la base d'un capital composé à la date de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

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, laquelle sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions de l'article L. 433-4, I, 1° du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, 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.

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.

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

1.1.1 PRESENTATION DE L'INITIATEUR

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français, constituée spécialement pour les besoins de l'Apport, contrôlée par Monsieur Jean-Michel Bénard au sens de l'article L. 233-3 I du Code de commerce.

Le capital de l'Initiateur est divisé en 29 878 878 actions, dont une (1) action de préférence, souscrite par Monsieur Jean-Michel Bénard, conférant un nombre de droits de vote « n » tel qu'à toute assemblée générale de l'Initiateur, son titulaire et ses affiliés disposent, avec l'ensemble des actions de l'Initiateur qu'ils détiennent conjointement par ailleurs, un nombre de droits de vote représentant 50,01% des droits de vote totaux détenus par les associés de l'Initiateur présents ou représentés à l'assemblée générale considérée.

La répartition du capital social de l'Initiateur est la suivante :

Associés	Nombre d'actions	% en capital	% en droits de vote
Groupe Familial BENARD	14 484 326 <i>(dont 1 action de préférence)</i>	48,48%	50,01%
Monsieur Robert SPIEGEL	6 645 698	22,24%	21,58%
BNP Paribas Développement	8 748 854	29,28%	28,41%
Total	29 878 878	100,00 %	100,00 %

L'Initiateur est doté d'un président, Monsieur Jean-Michel Bénard et d'un comité de surveillance composé comme suit à la date des présentes :

- Monsieur Jean-Michel BENARD ;
- Madame Ann BENARD ;
- Madame Pauline BENARD ;
- Monsieur Guillaume BENARD ; et
- Monsieur Robert SPIEGEL.

Il est précisé, par ailleurs, que la société BNP Paribas Développement a été désignée en qualité de censeur au sein du comité de surveillance. En sa qualité de censeur, BNP Paribas Développement pourra assister et participer, sans voix délibérative, à l'ensemble des réunions du comité de surveillance et recevra les mêmes informations que les membres du comité de surveillance.

Les modalités de gouvernance de l'Initiateur sont décrites plus en détails à la section 1.2.2 de la présente Note d'Information.

1.1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE

a) Réalisation de l'Apport et acquisitions postérieures

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 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 1.2.1 de la présente Note d'Information.

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, soit un (1) euro par actions ITS Participations (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 par ailleurs 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 ASSOCIES 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.

A la suite du dépôt du projet d'Offre le 22 novembre 2019, l'Initiateur a acquis entre le 25 novembre 2019 et le 13 décembre 2019 un nombre total de 959 154 Actions⁸ représentant, à la connaissance de l'Initiateur, environ 12,18% du capital social et 12,14% des droits de vote théoriques de la Société⁹, au prix de 6,62 euros par actions, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

b) Évolution du capital et des droits de vote d'ITS Group

À la connaissance de l'Initiateur, le capital social de la Société est, à la date de la présente Note d'Information, égal à 3 937 277,50 euros divisé en 7 874 555 Actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune.

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 Voir les déclarations n°219C2480, n°219C2502, n°219C2522, n°219C2553, n°219C2554, n°219C2597, n°219C2619, n°219C2651, n°219C2668, n°219C2737 publiées sur le site Internet de l'AMF les 28 novembre, 29 novembre, 2 décembre, 3 décembre, 5 décembre, 6 décembre, 9 décembre, 10 décembre et 13 décembre 2019 en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

⁹ Sur la base d'un capital composé à la date de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

- Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société avant la réalisation de l'Apport

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

Associés	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote ⁽²⁾	%
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%
Auto détention ⁽²⁾	431 616	5,48%	431 616	4,54%
Actions Gratuites 2018 ⁽³⁾	181 010	2,30%	181 010	1,90%
Public	3 201 675	40,66%	3 231 991	33,99%
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) Dont 353 605 Actions Gratuites 2019, dont la période d'acquisition ne prendra fin que le 10 juillet 2019, actuellement auto-détenues par la Société.

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

L'Initiateur ne détenait aucune Action, directement ou indirectement, préalablement à l'Apport.

À l'exception de l'Apport, l'Initiateur n'a pas procédé, directement ou indirectement, seul ou de concert, à l'acquisition d'Actions au cours des douze (12) mois précédant le dépôt du projet d'Offre.

Il est également précisé que BNP Paribas Développement, qui a apporté ses Actions à l'Initiateur, a acquis, le 10 décembre 2018, 322 256 Actions de la Société pour un prix maximum par Action de 4,10 euros.

- Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société après réalisation de l'Apport et à la date de la présente Note d'Information

A la suite du dépôt du projet d'Offre, le 22 novembre 2019, l'Initiateur a acquis entre le 25 novembre 2019 et le 13 décembre 2019 un nombre total de 959 154 Actions¹⁰ représentant, à la connaissance de l'Initiateur, environ 12,18% du capital social et 12,14% des droits de vote théoriques de la Société¹¹, au prix de 6,62 euros par actions, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Le tableau ci-dessous présente la répartition, à la connaissance de l'Initiateur, du capital et des droits de votes théoriques de la Société après réalisation de l'Apport et à la date de la présente Note d'Information :

Associés	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
ITS Participations	5 019 408	63,74%	5 019 408	63,51%
Auto détention ⁽²⁾	431 616	5,48%	431 616	5,46%
Actions Gratuites 2018 ⁽³⁾	181 010	2,30%	181 010	2,29%
Public	2 242 521	28,48%	2 271 412	28,74%
Total	7 874 555	100,00%	7 903 446	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) Dont 353 605 Actions Gratuites 2019, dont la période d'acquisition ne prendra fin que le 10 juillet 2019, actuellement auto-détenues par la Société.

(3) Il est précisé qu'à la suite 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 et de la délivrance par l'AMF de sa décision de conformité sur l'Offre, les Actions Gratuites 2018 sont assimilées au titre de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur.

- Actions attribuées gratuitement et contrat de liquidité

Il est par ailleurs indiqué que les Actions Gratuites (tel que ce terme est défini ci-dessous) 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).

À cet égard, les Actions Gratuites font l'objet d'un contrat de liquidité conclu entre l'Initiateur avec chacun des bénéficiaires desdites Actions Gratuites (ensemble, le « **Contrat de Liquidité** ») qui prévoit, selon les conditions

¹⁰ Voir les déclarations n°219C2480, n°219C2502, n°219C2522, n°219C2553, n°219C2554, n°219C2597, n°219C2619, n°219C2651, n°219C2668, n°219C2737 publiées sur le site Internet de l'AMF les 28 novembre, 29 novembre, 2 décembre, 3 décembre, 5 décembre, 6 décembre, 9 décembre, 10 décembre et 13 décembre 2019 en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

¹¹ Sur la base d'un capital composé à la date de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

usuelles en la matière 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 conversation 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.

Les Actions Gratuites 2018 sont assimilées, à compter du 17 décembre 2019, 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).

c) Déclarations de franchissement de seuils

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'Initiateur¹² 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 Société¹³. 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.

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.

d) Autorisations réglementaires

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

1.1.3 MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre est l'aboutissement de discussions initiées par Monsieur Jean-Michel BENARD 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 sur la Société suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire et d'une radiation de la cote de la Société.

Ces discussions ont conduit à la conclusion d'un Protocole d'Investissement et à la réalisation, le 20 novembre 2019, par le Groupe Familial BENARD, Monsieur Robert SPIEGEL et BNP Paribas Développement d'apports de

¹² Contrôlé majoritairement par M. Jean-Michel Bénard.

¹³ Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

4 060 254 Actions du capital d'ITS Group à ITS Participations, représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 51,56% du capital social et 51,36% des droits de vote de la Société¹⁴ au Prix d'Offre.

Étant donné que l'Initiateur a, en conséquence de l'Apport, franchi en particulier le seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société, il est tenu au dépôt de la présente Offre qui revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF.

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

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

L'Initiateur souhaite 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.

1.1.4.2 Intention en matière d'emploi

L'Offre, s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement des activités actuelles de la Société, ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.

1.1.4.3 Composition des organes sociaux et de direction de la Société

À la date de la présente Note d'Information, 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.

** Administrateur indépendant*

Il est précisé qu'ITS Participations a été cooptée en qualité d'administrateur de la Société en remplacement de Madame Pauline Bénard qui a démissionné de ses fonctions de membre du conseil d'administration de la Société avec effet au 20 novembre 2019.

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.

Tant que la Société restera cotée, l'Initiateur n'envisage 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 et de contrôle 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** »), la Société serait transformée en société par actions simplifiée dotée d'un président qui, sauf décision contraire, serait ITS Participations.

Les termes du Pacte d'Associés relatifs à la gouvernance de la Société sont décrits à la section 1.2.2 de la présente Note d'Information.

¹⁴ Sur la base d'un capital composé à la Date de Réalisation de 7 874 555 actions et 7 904 871 droits de vote.

1.1.4.4 Perspective d'une fusion et réorganisation

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

1.1.4.5 Synergies – Gains

À l'exception de l'économie de coûts liée à la radiation des actions du marché Euronext Paris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions sont remplies et l'Initiateur n'ayant pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à raison de l'Offre, il n'anticipe pas de générer de synergies de coûts ou de gains économiques à l'issue de l'Offre.

1.1.4.6 Politique de distribution de dividendes

Au titre des exercices clos le 31 décembre 2018, 2017 et 2016, la Société a procédé respectivement à la distribution d'un dividende par action de 0,12 euro (soit un total d'environ 920 K€), 0,12 euro (soit un total d'environ 920 K€) et de 0,10 euro (soit un total d'environ 760 K€).

La nouvelle politique de distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société conformément à la loi et aux statuts de la Société, en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

Sous réserve des limitations susvisées, il est prévu que cette politique de distribution soit plus active.

1.1.4.7 Retrait obligatoire – Radiation de la cote

- Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

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 font l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.1.2, b) ci-dessus). 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). Le rapport de l'Expert Indépendant mandaté conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF en vue d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre et de retrait obligatoire figure dans la note en réponse préparée par ITS Group. Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

- Retrait obligatoire ultérieur

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre à l'issue de l'Offre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société dès l'issue de l'Offre et jusqu'à l'atteinte par l'Initiateur du seuil de 90% du capital ou des droits de vote de la Société pour un prix d'acquisition maximum égal au Prix de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant qui devra être nommé conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

- Radiation

L'Initiateur se réserve également la possibilité de demander à Euronext Paris, au nom de la Société, la radiation de la cote des Actions si les conditions des règles de marché d'Euronext Paris en vigueur sont réunies.

1.1.4.8 Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

Comme précisé aux sections 1.1.4.1 à 1.1.4.6 ci-dessus, l'Offre ne devrait pas avoir d'impact particulier pour la Société. Par ailleurs, le retrait de la cote de la Société lui permettrait de réduire ses coûts liés aux différentes formalités obligatoires applicables à une société cotée sur Euronext Paris, de simplifier son fonctionnement et de consacrer ainsi ses ressources à son développement, étant précisé que la Société n'a pas fait appel aux marchés au cours des dernières années pour son financement.

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

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre bénéficieront, sur la base d'un Prix d'Offre par Action de 6,62 euros, d'une prime offerte correspondant à 50,80% sur la base du cours de clôture de la Société du 16 octobre 2019, soit le dernier cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre, à 47,33% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes du dernier mois précédant l'annonce de l'Offre, à 47,33% % sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, et à 39,61% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre.

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

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

1.2.1 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 (se référer à la section 2.7 de la présente Note d'Information).

1.2.2 PACTE D'ASSOCIES

Monsieur Jean-Michel Bénard et Cloud Invest (ensemble, l'« **Investisseur Majoritaire** »), le 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.
- À 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.
- À 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 5^{ème} 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 3^{ème} anniversaire du Pacte d'Associé, par chacun des Investisseurs Minoritaires à tout moment à compter du 7^{ème} 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.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Invest Securities, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF le 22 novembre 2019 le Projet d'Offre pour le compte de l'Initiateur.

Il est précisé que l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle 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°, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions Visées et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 6,62 euros par Action, payable en numéraire, pendant une durée de quatorze (14) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

L'Initiateur s'est réservé le droit, à compter du dépôt du projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir sur le marché des Actions, dans les limites de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, soit au cas présent 960 502 Actions. A la date des présentes, il est précisé que l'Initiateur usant de cette faculté a procédé au rachat au Prix de l'Offre sur le marché de 959 154 Actions (se référer à la section 1.1.2, a) de la présente Note d'Information).

En cas de retrait obligatoire, les Actions (à l'exclusion des Actions Gratuites issues du Plan AGA 2018 qui bénéficient d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.1.2, b) ci-dessus et des Actions Auto-détenues) qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur détenteur pour un montant par Action en numéraire identique au Prix d'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date de la présente Note d'Information, à la suite de l'Apport et de diverses acquisitions sur le marché (se référer à la section 1.1.2, a) de la présente Note d'Information), l'Initiateur détient 5 019 408 Actions représentant, à sa connaissance, 63,74% du capital social et 63,51% des droits de vote de la Société¹⁵ au Prix d'Offre.

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 bénéficient d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.1.2, b) ci-dessous et (ii) des Actions Auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 2 242 521 Actions (les « **Actions Visées** »), représentant 28,48% du capital social et 28,74% des droits de vote théoriques de la Société¹⁶.

2.3 Situation des titulaires d'Actions Gratuites

À la connaissance de l'Initiateur, les Actions Gratuites à la date de la présente Note d'Information 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

¹⁵ Sur la base d'un capital composé à la date de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

¹⁶ Sur la base d'un capital composé à la date de la présente Note d'Information de 7 874 555 actions et 7 903 446 droits de vote.

- 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.

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

L'Initiateur a conclu avec chacun des titulaires d'Actions Gratuites un Contrat de Liquidité portant sur l'ensemble des Actions Gratuites issues du Plan AGA 2018 et du Plan AGA 2019 (voir les termes et conditions du Contrat de Liquidité à la section 1.1.2, b)).

2.4 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 22 novembre 2019.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le même jour sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.itsgroup.com/finances/informations-reglementees>) et a été tenu gratuitement à la disposition

du public au siège de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities. En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information a été diffusé le 22 novembre 2019.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé le 22 novembre 2019 auprès de l'AMF un projet de note en réponse comprenant notamment le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF et l'avis motivé de son Conseil d'Administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le 17 décembre 2019, l'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre, en date du 17 décembre 2019, après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information.

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

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

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant les modalités et le calendrier de sa réalisation.

2.5 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché Euronext conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. Invest Securities, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement) qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse) en utilisant le modèle mis à leur disposition cet intermédiaire. Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse).

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les Actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des Actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci pour les détenir au porteur dans les meilleurs délais (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré ou (ii) auprès de CACEIS Corporate Trust – 14, rue Rouget de Lisle – 92862 Issy-Les-Moulineaux 9, si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

Les ordres d'apport d'Actions à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

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

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

22 novembre 2019	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF par l'Initiateur et mise à disposition du public du projet de Note d'Information de l'Initiateur
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information
22 novembre 2019	Dépôt à l'AMF du projet de note en réponse d'ITS Group comprenant le rapport de l'expert indépendant et mise à disposition du public dudit projet de note en réponse
	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse d'ITS Group
17 décembre 2019	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
17 décembre 2019	Dépôt auprès de l'AMF des autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société
18 décembre 2019	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) (i) de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société visées par l'AMF et (ii) des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société
18 décembre 2019	Communiqués sur les modalités de mise à disposition des notes de l'Initiateur et de la Société et des documents « Autres Informations » de l'Initiateur et de la Société
18 décembre 2019	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre
18 décembre 2019	Diffusion par Euronext de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
19 décembre 2019	Ouverture de l'Offre
10 janvier 2019	Clôture de l'Offre
14 janvier 2019	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
21 janvier 2019	Mise en œuvre du retrait obligatoire le cas échéant

2.7 Frais et financement de l'Offre

2.7.1 FRAIS LIES A L'OFFRE

Le montant global des frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant, en particulier, les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques et comptables et de tous autres experts et autres consultants, ainsi que les frais de publicité et de communication mais n'incluant pas le montant des frais relatifs au financement de l'opération) est estimé à environ 1,2 million d'euros (hors taxes).

2.7.2 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE

Dans l'hypothèse où l'intégralité des 2 242 521 Actions visées par l'Offre seraient apportées à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre (hors commissions et frais annexes), sur la base d'un Prix d'Offre de 6,62 euros, s'élèverait à quatorze millions huit cent quarante-cinq mille quatre cent quatre-vingt-neuf euros et deux centimes (14 845 489,02 €), étant rappelé que l'Initiateur conformément à la faculté qu'il s'était réservée a acquis sur le marché depuis le dépôt du projet d'Offre 959 154 Actions pour un prix unitaire égal au prix de l'Offre (soit un prix de global de six millions trois cent quarante-neuf mille cinq cent quatre-vingt-dix-neuf euros et quarante-huit centimes (6 349 599,48 €) (se référer à la section 1.1.2, a) de la présente Note d'Information).

Le prix d'acquisition des Actions (en ce inclus les Actions acquises par l'Initiateur sur le marché) et les frais supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sont financés par (i) un endettement bancaire d'un montant total de vingt-trois millions neuf cent mille euros (23 900 000 €) composé de deux tranches souscrites par l'Initiateur auprès de BNP Paribas et de Société Générale dont les caractéristiques sont les suivantes : une tranche A d'un montant de quatorze millions quatre cent mille (14 400 000) euros, amortissable annuellement, portant intérêt sur la base d'un taux EURIBOR, avec un floor à zéro + 2,30%, à échéance 6 ans et une tranche B d'un montant de neuf millions cinq cent mille (9 500 000) euros, amortissable *in fine*, portant intérêt sur la base d'un taux EURIBOR, avec un floor à zéro + 2,80%, à échéance 7 ans, et (ii) par l'Augmentation de Capital d'un montant de 3 millions d'euros souscrite par BNP Paribas Développement.

Cet endettement bancaire permettra également de refinancer une partie de la dette de la Société et de ses filiales à hauteur d'un montant d'environ 3,3 millions d'euros.

2.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente Note d'Information n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France.

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

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

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

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

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

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

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

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

2.9 Régime fiscal de l'Offre

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

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

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

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

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

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

Les développements qui suivent ne s'appliquent ni aux personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations, ni à celles détenant des actions au titre d'un plan d'options d'achat ou de

souscription d'actions ou détenant des actions attribuées gratuitement ou détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe. Les personnes se trouvant dans l'une de ces situations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

a) Régime de droit commun

i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

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

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés réalisés par des personnes physiques peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse et irrévocable du contribuable exercée dans le délai de dépôt de sa déclaration d'impôt sur le revenu de l'année concernée, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. L'option s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus, gains nets, profits, plus-values et créances entrant dans le champ d'application du prélèvement forfaitaire susvisé de 12,8% et réalisés au titre d'une même année.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cessions de valeurs mobilières et de titres assimilés acquis ou souscrits avant le 1er janvier 2018 sont pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement pour durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI (en prenant pour hypothèse que les conditions de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI ne seraient remplies), égal à :

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

Pour l'application de ces abattements et sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des Actions cédées.

En tout état de cause, les gains nets de cession d'Actions acquises ou souscrites à compter du 1er janvier 2018 sont exclues du champ d'application des abattements.

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

L'apport d'Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces Actions dans le cadre d'opérations antérieures, et/ou de remettre en cause des réductions d'impôts spécifiques.

ii) Prélèvements sociaux

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

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

Si les gains nets sont soumis au prélèvement forfaitaire susvisé de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En revanche, en cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces

gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible (à hauteur de 6,8 % dans l'hypothèse où n'aurait pas été appliqué l'abattement pour durée de détention renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI) du revenu global imposable l'année de son paiement, le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

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

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

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

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, i.e. sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

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

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

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

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

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-dessus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe (a)(ii) ci-dessus à un taux de 17,2 % pour les gains réalisés à compter du 1er janvier 2018. Toutefois, le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 17,2%) le cas échéant selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

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

Deux types de plans coexistent : le PEA « classique » dont le plafond des versements est fixé à 150.000 euros et le PEA « PME-ETI » dont le plafond des versements est fixé à 225.000 € (Loi 2019-486 du 22-5-2019 art. 89 applicable à compter du 24 mai 2019 ; le plafond était de 75.000 euros auparavant). Chaque contribuable (ou conjoint ou partenaire de Pacs) peut détenir à la fois un PEA « classique » et un PEA « PME-ETI » (mais ne peut en revanche être titulaire que d'un plan de chaque type), la somme des versements

effectués ne pouvant toutefois excéder 225.000 euros (Loi 2019-486 du 22-5-2019 art. 89 applicable à compter du 24 mai 2019).

Le PEA « PME-ETI » qui est destiné à financer les PME et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) fonctionne de la même manière et bénéficie des mêmes avantages fiscaux que le PEA « classique ».

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

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

a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'Actions dans le cadre de l'Offre seront en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, à savoir pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019, 28 % pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000 € et 31 % pour la fraction excédant 500 000 €¹⁷. Sous réserve des modifications législatives à venir, ce taux sera abaissé à 28 % à compter du 1^{er} janvier 2020, 26,5 % à compter du 1^{er} janvier 2021 et 25 % à compter du 1^{er} janvier 2022.

Ces plus-values sont également soumises, le cas échéant, à la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois.

Toutefois, les sociétés dont le chiffre d'affaire (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions :

- Sont exonérées de la contribution additionnelle de 3,3% ; et
- Bénéficient d'un taux d'imposition sur les sociétés réduit à 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois.

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

Il est en outre précisé que (i) certains seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale, et que (ii) l'apport d'Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report, sursis d'imposition ou régime de faveur dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces Actions dans le cadre d'opérations antérieures et /ou de remettre en cause des réductions d'impôts spécifiques.

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

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

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'Actions répondant à la qualification de « titres de participation » au sens dudit article et détenues depuis au moins deux ans à la date de cession seront exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux normal de l'impôt sur les sociétés et le cas échéant de la contribution sociale de 3,3%, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées.

¹⁷ Les entreprises dont le chiffre d'affaires (hors taxe) annuel est supérieur ou égal à 250 millions d'euros sont soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de 33,1/3% sur la fraction de leurs bénéfices excédant 500 000 €.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI : (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition dans ce cas de représenter au moins 5 % des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a *sexies-0 bis* du CGI).

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

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

2.9.3 PERSONNES NON-RESIDENTES FISCALES EN FRANCE

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et des règles particulières applicables, le cas échéant, aux actionnaires personnes physiques non-résidents fiscaux français ayant acquis leurs Actions dans le cadre d'un dispositif d'incitation du personnel ou d'épargne salariale, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de leurs Actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France (sans que la propriété des Actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrits les Actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que la participation détenu, directement et indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), seul ou avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, n'ait pas représenté plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des (5) cinq dernières années précédant la cession (articles 244 bis B et C du CGI), (ii) que la Société ne soit pas à prépondérance immobilière au sens de l'article 224 bis A du CGI, et (iii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI tel que modifié par la loi n° 2018/898 du 23 octobre 2018 de lutte contre la fraude. Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values seront imposées au taux forfaitaire de 75 %, sous réserve des stipulations des conventions fiscales internationales éventuellement applicables.

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

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

2.9.4 PERSONNES SOUMISES A UN REGIME D'IMPOSITION DIFFERENT

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

2.9.5 DROITS D'ENREGISTREMENT OU TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIERES

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société qui a son siège social en France et dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un

enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation, et qui donne lieu au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI.

Dans la mesure où la capitalisation boursière de la Société n'excède pas un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2018 (BOI-ANX-000467-20181217), l'acquisition par l'Initiateur des Actions ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 *ter* ZD du CGI ; les actionnaires de la Société ne seront pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs Actions dans le cadre de l'Offre.

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

La présente Offre initiée par ITS Participations, société détenue par Monsieur Jean-Michel Bénard et certains membres de sa famille, Cloud Invest, BNP Paribas Développement et Monsieur Robert Spiegel, détenant 63,74% du capital et 63,51% des droits de vote d'ITS Group et contrôlée majoritairement par Monsieur Jean-Michel Bénard porte sur les actions ITS Group non détenues à ce stade, en dehors des actions attribuées gratuitement par la société le 25 septembre 2018 dont la période de conservation s'étend jusqu'au 25 septembre 2020 et des actions auto-détenues, soit 28,48% du capital social et 28,74% des droits de vote théoriques de la société. Le prix de l'Offre est de 6,62€ par action.

3.1 Méthodologie

3.1.1 AGREGATS DE REFERENCE

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont fondés sur les états financiers consolidés et audités d'ITS Group pour les exercices 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 et 2018, ainsi que pour le premier semestre 2019.

Le management d'ITS Group nous a également communiqué son plan d'affaires pour la période 2019-21. Nos estimations au-delà de 2021 ont été construites sur la base des informations passées et des discussions avec la direction de la société, sans que ce dernier ne valide ou n'infirme les hypothèses.

3.1.2 HISTORIQUE DE LA SOCIETE

Constitué en 1997, ITS Group (Implementation Technology Software Group) s'est initialement positionné sur l'administration et la supervision des systèmes informatiques des entreprises (répartition des capacités de calcul des serveurs, supervision des différents réseaux locaux, gestion des pannes) basées sur le logiciel de Computer Associates, Unicenter TNG.

Introduit à la bourse de Paris sur le Marché Libre en 2000, ITS Group connaît un développement rapide, passant d'un chiffre d'affaires de 4,74 millions d'euros en 2000 à 14,34 millions d'euros en 2004. Le groupe cherche à atteindre une taille critique afin de pouvoir se positionner sur des projets plus importants et de diversifier sa base de clients (les 5 premiers clients représentant 59% du chiffre d'affaires en 2004) avec les acquisitions d'Ibelem en 2004 (475 milliers d'euros de chiffre d'affaires dans l'infogérance de solutions de mobilité sécurisée pour les entreprises), puis la fusion avec le groupe coté Seevia en 2005 (13,6 millions d'euros de chiffre d'affaires dans l'infogérance et l'ingénierie de systèmes), qui a permis à ITS Group de quasiment doubler de taille et d'intégrer le marché réglementé de la bourse de Paris.

Une fois la fusion digérée, ITS Group va entamer une nouvelle phase de croissance externe, entre 2007 et 2009, afin de renforcer son modèle de pure player de l'infogérance d'infrastructures. La société va ainsi réaliser les acquisitions d'Hemisphere (8,1 millions d'euros de chiffre d'affaires dans l'infogérance d'infrastructures) et des actifs de la société iMedia (petit acteur de l'infogérance d'infrastructures à destination des PME et associations) en 2007 et l'acquisition de PRISME en 2009 (6,4 millions d'euros de chiffre d'affaires dans les services managés et les prestations d'expertise technique). La même année, le groupe cède les 70% qu'il détient du capital d'Atheos (10,1 millions d'euros de chiffre d'affaires dans la sécurité des infrastructures et la gestion des habilitations) afin de se concentrer sur son activité d'infogérance d'infrastructures.

Dans les années suivantes, ITS Group va entamer une phase de diversification de ses métiers, une nouvelle fois au travers d'opérations de croissance externe. En 2010, le groupe acquiert Axialog (chiffre d'affaires de 25,5 millions d'euros) dans l'infogérance mais également pour partie dans le développement applicatif et l'assistance à maîtrise d'ouvrage. La même année, la société apporte son activité de centres de services à sa filiale Integra, renforçant et structurant cette activité aujourd'hui dénommée Cloud/Services Managés. En 2011, les acquisitions de Themis Conseil et IT People développent l'activité de conseil (2 millions d'euros de chiffre d'affaires acquis). Surtout, en 2013, le groupe réalise l'acquisition d'Overlap, opération majeure du fait de la taille de la cible (122 millions d'euros de chiffre d'affaires réalisé sur son exercice 2012/2013 vs 92 millions d'euros réalisés par ITS Group en 2012) et du métier de celle-ci, à savoir le négoce d'infrastructures (en dehors d'une filiale nommée Exterinfo, qui

réalisait un chiffre d'affaires de 5 millions d'euros et sera intégrée à Integra dans le pôle Cloud/Services Managés) de marques comme IBM, HP ou Oracle. Les objectifs de cette acquisition, réalisée à la barre du Tribunal de Commerce pour 2,4 millions d'euros, sont d'une part un nouveau changement de dimension puisque cette acquisition va rapprocher le groupe des 200 millions d'euros de chiffre d'affaires annuel, ce qui lui donnera accès à de nouveaux référencements chez les grands donneurs d'ordres, et d'autre part la recherche de synergies grâce à un positionnement sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures informatiques. L'intégration d'Overlap, qui nécessitera une attention très forte du management, va s'avérer complexe et peser sur les performances des autres métiers du groupe. ITS Group va continuer à faire des acquisitions, avec Bluesafe en 2015 (3 millions d'euros de chiffre d'affaires sur la conception et l'installation d'infrastructures WIFI), Insyweb en 2016 (2 millions d'euros dans l'infogérance d'infrastructures) et Asplenium Hosting Services en 2018 (3,6 millions d'euros de chiffre d'affaires dans l'hébergement hautement sécurisé).

Constatant ses difficultés à redresser l'activité Négoces, avec notamment une décroissance du chiffre d'affaires du groupe de 192,2 millions d'euros en 2015 à 178,9 millions d'euros en 2017, ITS Group décide de revenir à un modèle de pure player de l'infogérance d'infrastructures en cédant en 2018 l'activité négoces d'Overlap pour 2,74 millions d'euros, en dehors de l'activité suisse (9,4 millions d'euros de chiffre d'affaires 2018) qui est conservée par le groupe. Par ailleurs, dans un marché des services informatiques dynamique, l'un des principaux enjeux du groupe devient le recrutement et la fidélisation des salariés, facteur limitant pour la croissance de l'activité.

En 2019, ITS Group fait l'acquisition d'Eugena Consulting, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 4,6 millions d'euros dans la cybersécurité et les services digitaux. Ce nouveau métier intègre le pôle Prestations de services du groupe.

3.1.3 PRESENTATION DES ACTIVITES

Le groupe ITS organise aujourd'hui ses activités autour de 3 pôles : les « prestations de service », activités d'infogérance majoritairement sur site client (on premise), le pôle « Cloud » spécialisé dans l'infogérance et l'hébergement Cloud (hors site client), ainsi qu'une activité de « négoces d'infrastructures » opérée par la filiale MIB Suisse.

3.1.3.1 Prestations de services (71% du chiffre d'affaires en 2018)

Cœur de métier d'ITS Group, ces activités regroupent (i) les prestations d'infogérance réalisées chez le client, (ii) le conseil et l'accompagnement dans la transformation des infrastructures informatiques et (iii) l'intégration et la gestion de solutions de mobilité au sein des entreprises. Dans le cadre de ses prestations sur site, l'entreprise gère les infrastructures IT de ses clients et leur fournit une assistance technique. Les prestations de conseil fournies sont centrées sur l'Assistance à Maîtrise d'Ouvrage (AMO), qui consiste à (i) définir les besoins du client en matière d'infrastructure IT, (ii) proposer une solution adaptée, (iii) contrôler la qualité de la solution mise en œuvre par le client et (iv) piloter le déploiement de la solution. Les prestations d'intégration et de gestion des solutions de mobilité sécurisée concernent les terminaux mobiles (tablettes, téléphones), ainsi que les infrastructures WiFi. ITS Group édite aussi 3 logiciels d'architecture informatique mobile.

3.1.3.2 Cloud / Services managés (22% du chiffre d'affaires en 2018)

Ce pôle regroupe les prestations réalisées hors site clients, qui permettent à ces derniers de se libérer des contraintes liées à la gestion d'infrastructures informatiques propres. 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. Les prestations d'hébergement fournies portent sur (i) des infrastructures, (ii) des systèmes d'information complets et (iii) des applications. ITS Group est également agréé par l'État français pour l'hébergement de données sensibles notamment dans le domaine de la santé (hôpitaux et cliniques) depuis l'acquisition d'Asplenium.

3.1.3.3 Négocier d'infrastructures (7% du chiffre d'affaires en 2018)

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.

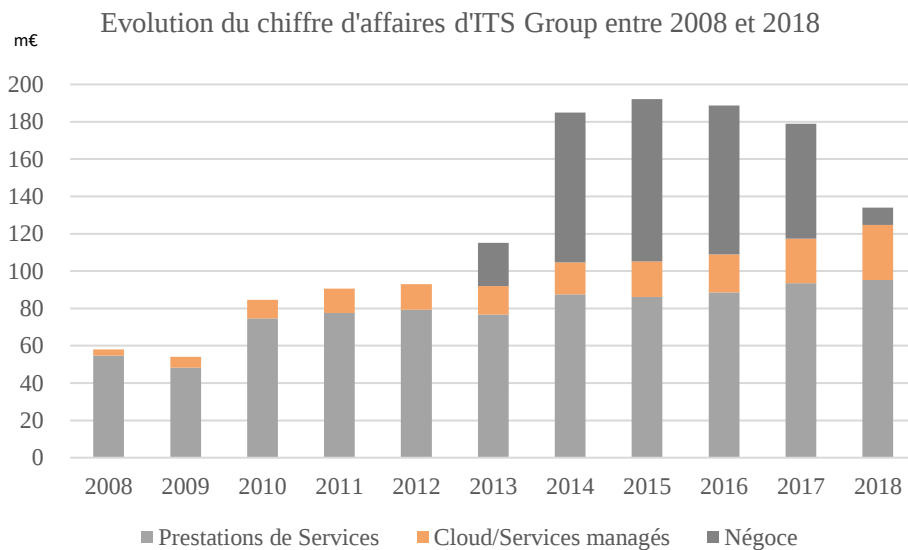
3.1.4 ÉVOLUTION DES RESULTATS

ITS Group publie ses résultats en norme IFRS, conformément à la réglementation adoptée par la Commission européenne n°1606/2002 en juillet 2002 qui l'exige pour les sociétés européennes dont les titres sont négociés sur un marché réglementé. Afin de suivre l'évolution des résultats sur un cycle économique complet, l'analyse de l'historique porte sur la période 2008-2018.

3.1.4.1 Évolution du chiffre d'affaires d'ITS Group

ITS décompose son chiffre d'affaires par métier : il est réparti entre (i) les prestations de services (71% du chiffre d'affaires 2018), (ii) le cloud & services managés (22%) et (iii) le négoce d'infrastructures depuis 2013 (7%). Afin de mieux comprendre la dynamique de croissance des différents métiers, nous avons conservé les activités dans les mêmes segments que ceux utilisés en 2018 dans les années précédentes. Notons cependant que la société a apporté en 2010 ses activités de centre de services, auparavant dans « Prestations de services » à sa filiale Integra dans « Cloud/Services managés » et que nous n'avons pas pu retraiter les chiffres, car le chiffre d'affaires de l'activité apportée n'a pas été publié.

Sur la période 2008-2018, le groupe a connu un TMVA de sa croissance organique de +1,1%. Après deux années de croissance organique forte en 2009-2010 (+8,0%/+7,9%), le groupe est entré dans une période de stagnation avec un TMVA de -0,5% de la croissance organique sur 2011-2018. Après deux années très délicates marquées par le recul de l'activité de négoce en 2016 et 2017, le groupe est revenu en croissance organique positive en 2018 (+1,0%).



Sources : ITS Group, Invest Securities

- Prestations de services

L'activité Prestations de services affiche un TMVA 2008-2018 de sa croissance organique de +1,1%, ce qui s'explique par plusieurs éléments :

- Un contexte globalement difficile pour le marché de l'infogérance d'infrastructures sur la période étudiée, avec entre 2008 et 2012 un contexte macroéconomique difficile, puis dans les années 2012-2018 une déflation liée au développement du Cloud qui permet de réaliser d'importants gains de productivité sur la gestion des infrastructures.
- Des ralentissements temporaires liés à la politique de croissance externe du groupe, avec par exemple en 2011 une croissance organique de -5% liée à la consolidation de l'activité après l'intégration d'Axialog. En 2015-16, la mobilisation du management pour redresser l'activité de négoce acquise avec Overlap et la moindre focalisation sur la division « Prestations de services » entraînent deux années de croissance organique négative (-2,1% puis -0,6%).
- Sur la fin de la période (2016-18), un marché du recrutement de plus en plus difficile limite la croissance du groupe dans un marché pourtant plus dynamique.

Le TMVA de +7,0% du chiffre d'affaires de l'activité Prestations de services est donc pour l'essentiel lié à la politique de croissance externe du groupe et notamment à l'acquisition d'Axialog en 2010.

- Cloud/Services managés

L'activité Cloud/Services Managés a connu un TMVA 2011-18 de +7,1% de sa croissance organique (nous étudions les chiffres à partir de 2011, car le groupe a apporté son activité centres de services à cette division en 2010, ce qui ne nous permet pas d'estimer la croissance organique cette année-là). La dynamique de croissance organique s'explique par :

- La croissance du marché dans un contexte où une part croissante des systèmes d'information est gérée dans le Cloud.
- Le gain de nouveaux contrats, de taille croissante, permise par le développement du groupe sur ce métier.

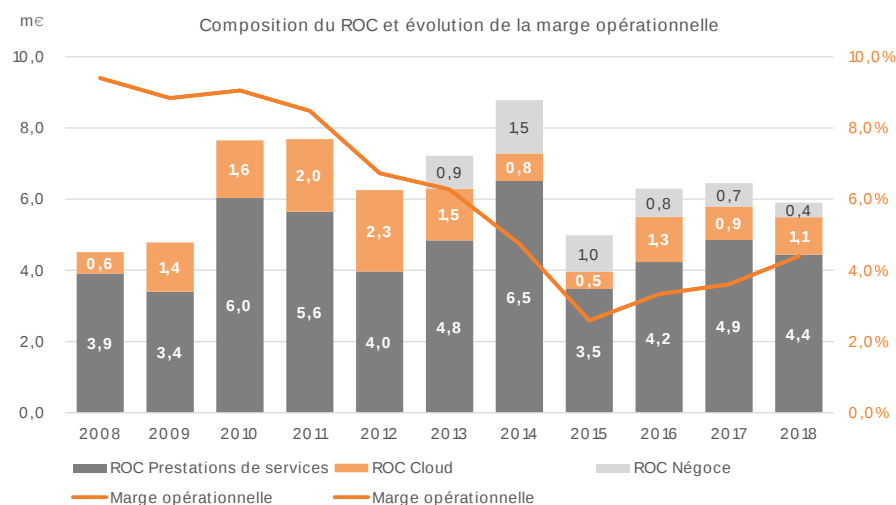
ITS Group a réalisé un TMVA 2011-18 de +10,8% sur le chiffre d'affaires Cloud/Services managés, la croissance externe ayant contribué au développement de cette division, mais dans une moindre proportion que sur le métier Prestations de services.

- Négoce

Depuis l'acquisition d'Overlap (intégrée en totalité en 2014), l'activité de négoce a connu un TMVA (2014-2018) de -8,2% sur sa croissance organique, malgré les efforts du management d'ITS Group pour redresser ce métier. ITS Group a cédé l'essentiel de l'activité de négoce en juillet 2018. Le groupe a néanmoins bénéficié de l'intégration d'Exterinfo, qui a permis de renforcer le Cloud/Services managés, et conservé l'activité suisse dans son périmètre.

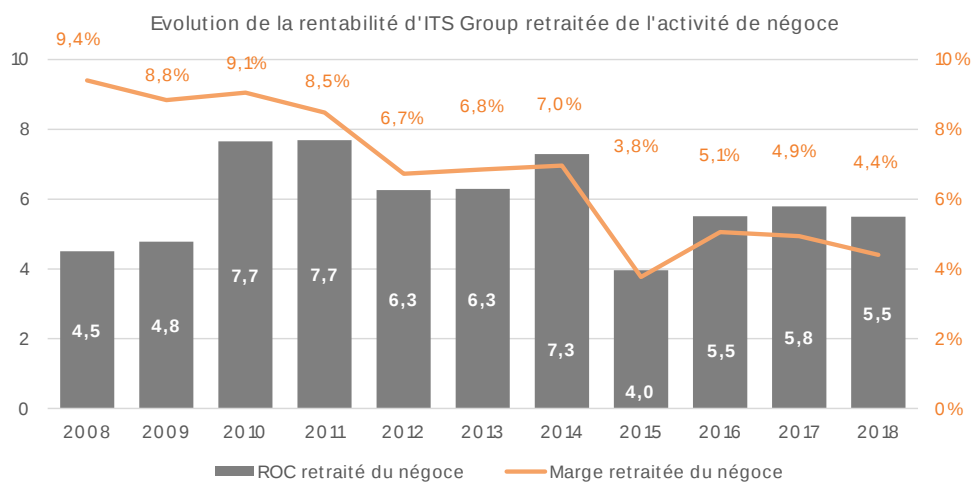
3.1.4.2 Évolution de la rentabilité d'ITS Group

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC) d'ITS Group a suivi deux grandes tendances sur la période étudiée. De 2008 à 2010, celui-ci a progressé tandis que la marge s'est légèrement tassée : le groupe réalisait un Résultat Opérationnel Courant de 7,7 millions d'euros en 2010 contre 4,5 millions d'euros en 2008, et sa marge s'est repliée de -0,3pt passant de 9,4% en 2008 à 9,1% en 2010. Depuis cette date, le groupe a vu ses performances se dégrader. En examinant en première lecture les agrégats et la marge de l'ensemble des activités de l'entreprise, on constate, sur la période 2010-2015, qu'ITS Group a vu son Résultat Opérationnel Courant se replier de -3,7 millions d'euros pour atteindre un plancher à 5,0 millions d'euros de résultat opérationnel courant en 2015, sa marge passant de 9,1% à 2,6%, ce qui s'explique en partie par l'intégration des activités de négoce d'Overlap en 2013 aux marges bien plus faibles des activités traditionnelles du groupe. Le groupe réussit par la suite à faire progresser de nouveau sa marge vers 4,4% en 2018.



Sources : ITS Group, Invest Securities

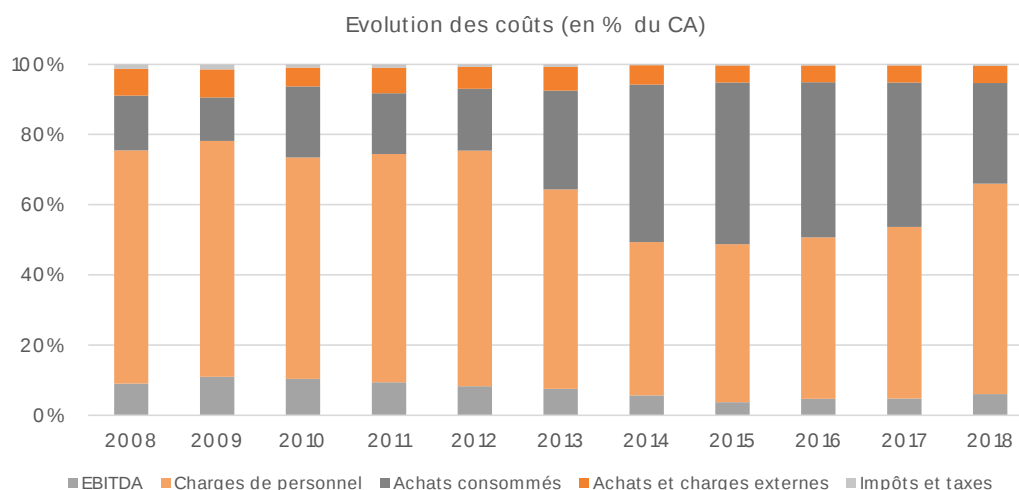
Cette approche occulte néanmoins une tendance difficile sur le cœur de métier du groupe – Prestations de services et Cloud/services managés – sur la période 2010-2018. En effet, une fois retraitée des opérations de négoce cédées en 2018, la marge du groupe apparaît en recul sur la période, glissant de 9,1% en 2010 à 7,0% en 2014, avant de tomber à 4,4% en 2018. Le Résultat Opérationnel Courant ajusté passe de 7,7 millions d’euros à 2010 à 5,5 millions d’euros en 2018, soit un TMVA de -3,5% sur la période. L’année 2015 a marqué un creux prononcé du Résultat Opérationnel Courant lié aux efforts d’intégration des activités d’Overlap, qui ont affecté toutes les activités du groupe.



Sources : ITS Group, Invest Securities

- Structure des coûts

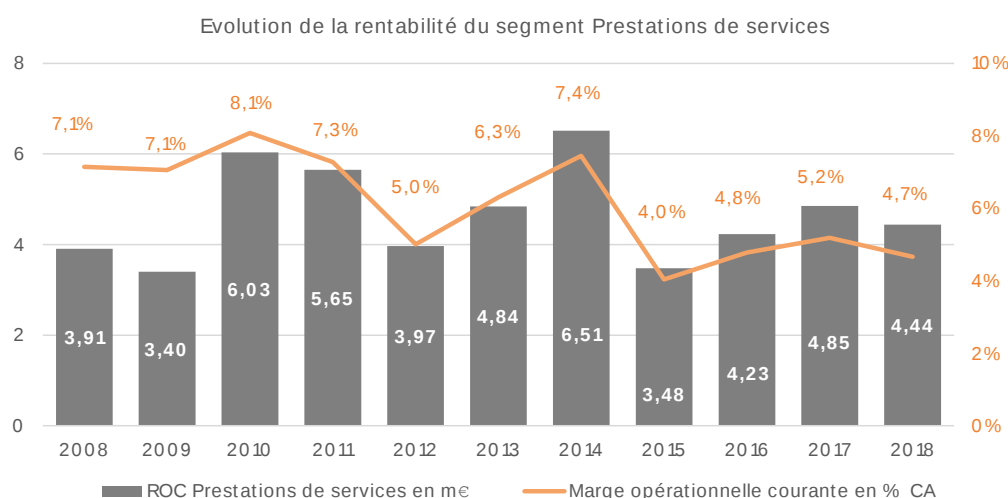
Sur la période étudiée, l'évolution des charges de personnel reflète la stratégie adoptée par le groupe. En particulier, la baisse de ces charges en pourcentage du chiffre d'affaires entre 2013 et 2018 est une conséquence directe du rachat d'Overlap, activité de négoce qui a simultanément fait bondir la part des achats de matières premières dans les dépenses du groupe. La structure de coûts de 2018 se rapproche de celle du groupe avant l'acquisition d'Overlap (2012), mais ITS Group a finalement conservé les activités de négoce en Suisse.



Sources : ITS Group, Invest Securities

- Rentabilité de l'activité Prestations de services

Le groupe voit sa marge reculer sur son activité d'infogérance sur la période étudiée. Ce mouvement peut s'expliquer par l'évolution du marché, avec la pénétration rapide du Cloud qui a provoqué des gains de productivité importants, fait baisser les prix des prestations d'infogérance d'infrastructures et fortement réduit la croissance de l'infogérance on premise (sur site client). De plus, la conjoncture difficile en 2011-12 a provoqué une dégradation significative de la marge (-3,1 points entre 2010 et 2012). La rentabilité de l'activité a également été affectée par l'intégration d'Overlap qui a concentré l'attention des dirigeants en 2014/2015 au détriment des activités cœurs de métier du groupe. ITS Group n'a pas réussi à ce jour à redresser la rentabilité de cette activité. En 2018, l'activité



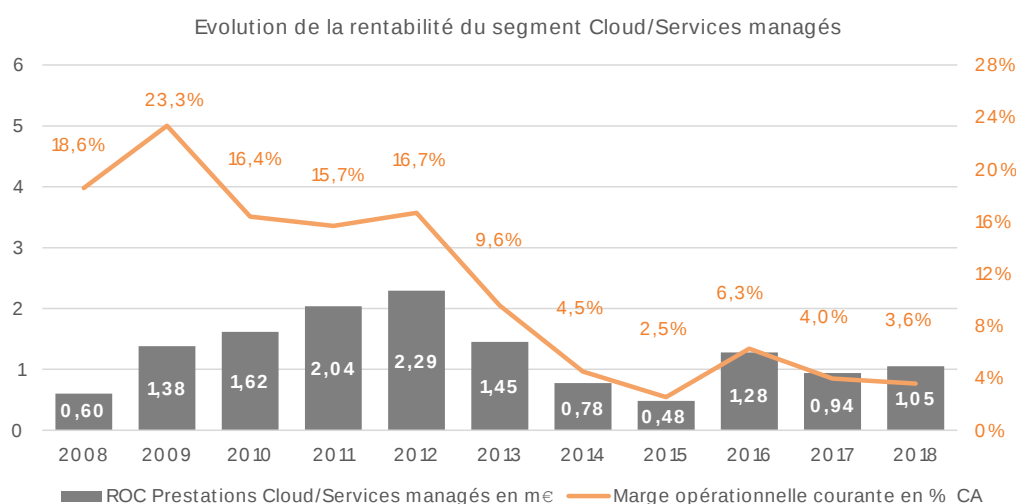
Sources : ITS Group, Invest Securities

Prestations de services a généré une rentabilité de 4,7%. En valeur absolue, le TMVA du Résultat Opérationnel Courant de ce segment sur la période 2010-18 est de -3,9%.

- Rentabilité de l'activité Cloud / Services managés

ITS group réalisait 1,62 million d'euros de Résultat Opérationnel Courant sur son activité Cloud / Services managés en 2010, soit une marge de 16,4%. Le niveau actuel de rentabilité de la division est nettement moins positif, le Résultat Opérationnel Courant s'élevant à 1,05 million d'euros en 2018 pour une marge de 3,6%, soit - 12,8 points de recul sur la marge en 8 ans. Les chiffres du Résultat Opérationnel Courant en valeur absolue apparaissent décevants lorsqu'ils sont mis en perspective avec la progression du chiffre d'affaires sur la même période (29,47 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2018 vs 9,87 millions d'euros en 2010). Cette sous-performance peut s'expliquer par (i) une intensification de la concurrence sur ce marché attractif pour beaucoup d'acteurs du fait de sa croissance ; (ii) des perturbations liées aux acquisitions réalisées (cf. développement ci-dessous sur Exterinfo) ; (iii) l'intégration d'activités moins bien margées au fil des acquisitions, notamment ce même Exterinfo (cf. ci-dessous), ou encore l'activité de Data Management virtualisé (négoce de logiciels) qui représentait 1 million d'euros de chiffre d'affaires en 2018 pour une marge nulle et qui a été arrêtée en 2019 ; (iii) le recours accru à la sous-traitance entre 2013 et 2016 dans un contexte de difficulté de recrutement.

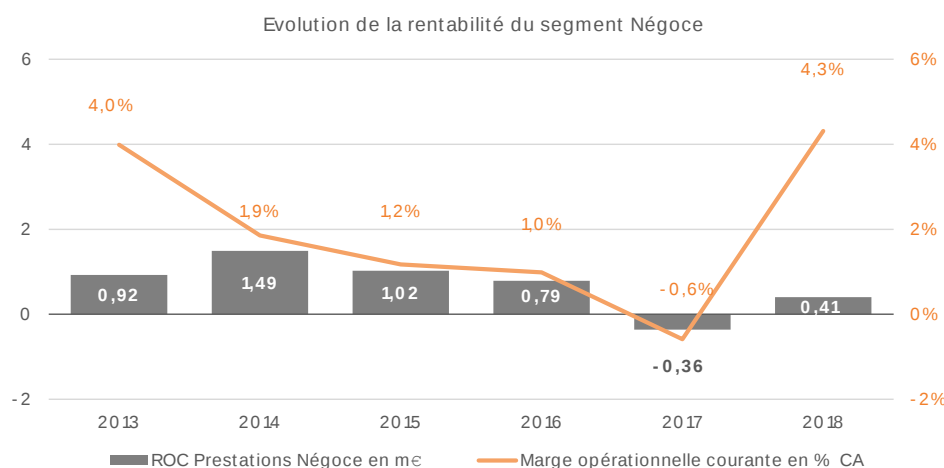
Les activités d'hébergement d'Overlap (Exterinfo) intégrées en 2013-14 ont impacté la marge opérationnelle d'ITS Group, la marge de ces dernières étant proche de 0% et leur intégration générant des surcoûts significatifs pour le groupe. En 2014, le groupe fait état de lourdes charges d'intégration d'Exterinfo (migration du datacenter de Courbevoie d'Exterinfo vers les locaux d'ITS Group, transfert du personnel, location de l'ancien bâtiment de Courbevoie). Les difficultés d'intégration de cette filiale se sont poursuivies sur l'année 2015, tirant la marge au plus bas niveau observé sur la période (2,6%). Après un rebond des performances de l'activité en 2016, les performances se sont dégradées, le groupe évoquant en 2018 des difficultés dans l'intégration d'Asplenium et la mise en production de nouveaux contrats.



Sources : ITS Group, Invest Securities

- Rentabilité des activités de Négoce

À la suite de la reprise du groupe Overlap en 2013, ITS Group n'est pas parvenu à redresser la rentabilité de cette activité malgré les efforts de rationalisation entrepris. Selon le groupe, la dégradation de la rentabilité des activités de négoce n'est pas liée à un recul de la marge brute des infrastructures vendues (environ 17% sur l'ensemble de la période) mais à la diminution des prix de vente des prestations d'intégration. La marge de l'activité Négoce est même passée en terrain négatif en 2017, dernier exercice de consolidation de cette activité. La partie française de ces activités a été cédée en 2018, le groupe ne conservant que la portion suisse de ce segment qui a réalisé une marge de 4,3% en 2018.



Sources : ITS Group, Invest Securities

En plus de ces éléments, il convient de noter :

- Un recours modéré à la capitalisation de la Recherche & Développement. Cela se traduit par une production immobilisée de 250 à 300 milliers d'euros selon les exercices (entre 2008 et 2018).
- Une contribution significative du Crédit Impôt Recherche (CIR) aux résultats opérationnels représentant 1,19 million d'euros à 1,31 million d'euros selon les exercices (entre 2008 et 2018).

- Évolution récente : publication des résultats du premier semestre 2019

ITS Group a communiqué ses résultats du premier semestre 2019 le 25 septembre 2019. Le chiffre d'affaires ressort à 69,8m€, en hausse de +4,4% dont +2,6% à périmètre constant par rapport au premier semestre 2018 pro forma (retraité de l'activité de négoce cédée en juillet 2018). La contribution d'Eugena Consulting, consolidée depuis avril 2019, s'élève à 1,2 million d'euros et entraîne un effet périmètre de +1,8pt.

Le Résultat Opérationnel Courant ressort à 2,8 millions d'euros au premier semestre 2019, en progression de 0,5 million d'euros. Il est précisé que la norme IFRS 16 a un impact positif de 0,25 million d'euros. La marge opérationnelle courante pro forma du premier semestre 2019 progresse ainsi de +0,6pt, passant de 3,4% à 4,0%. Retraitée d'IFRS 16, la marge s'établit à 3,6%.

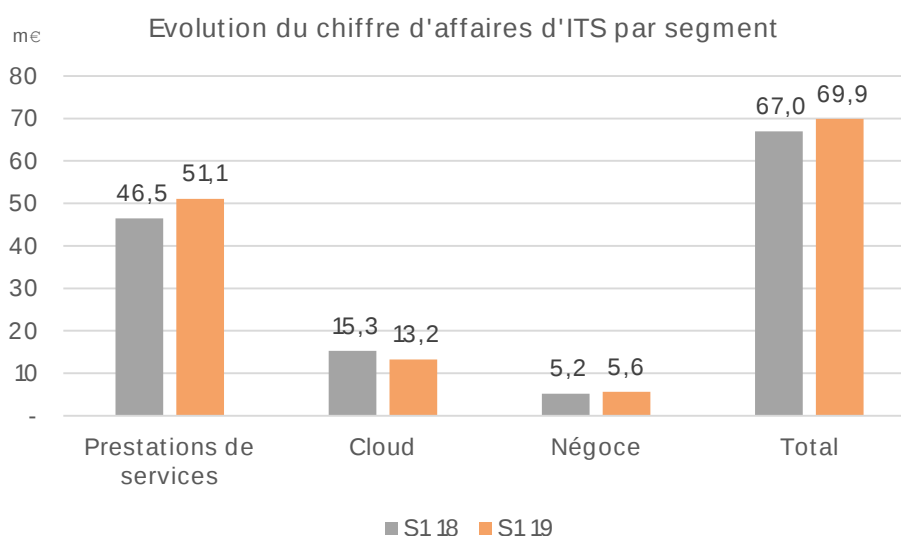
La société communique désormais un Résultat Opérationnel d'Activité, correspondant au Résultat Opérationnel Courant avant prise en compte des paiements fondés sur les actions de 0,4 million d'euros au premier semestre 2019. Il s'élève à 3,2 millions d'euros, en progression de +35%, soit +0,9 million d'euros par rapport au premier semestre 2018.

Par segment, le chiffre d'affaires de l'activité de Prestations de services s'élève à 51,1 millions d'euros, en hausse de +9,9%, dont +7,4% à périmètre comparable et +2,5% d'effet périmètre lié à l'acquisition d'Eugena Consulting. Elle contribue à hauteur de 2,4 millions d'euros au Résultat opérationnel d'activité en progression de 0,6 million

d'euros par rapport au premier semestre 2018, notamment grâce à une hausse des prix de vente de +4,5%. La Marge opérationnelle d'activité de ce pôle s'élève désormais à 4,7% contre 3,8% au premier semestre 2018.

Le chiffre d'affaires de l'activité du pôle Cloud a reculé de -14% à 13,2m€, en partie en raison de l'arrêt de l'activité de data management virtualisé non rentable. Le pôle a généré un Résultat opérationnel d'activité de 0,6 million d'euros, en progression de 0,2 million d'euros, grâce à l'arrêt de l'activité de data management virtualisé et à des actions d'optimisation des coûts d'exploitation et d'automatisation. La Marge Opérationnelle d'activité de ce pôle s'est élevée à 4,6% au premier semestre 2019 contre 2,6% au premier semestre 2018 en pro forma.

Le chiffre d'affaires de l'activité de Négoces Suisse a progressé de +8,0% à 5,6m€. Elle a réalisé un Résultat opérationnel d'activité stable par rapport au premier semestre 2018, à 0,2m€, soit une marge de 3,6% au premier semestre 2019 contre 3,8% précédemment.



Pour le second semestre 2019, ITS group confirme « l'amélioration progressive de sa performance opérationnelle ». À notre sens, cette publication crédibilise le plan d'affaires que la société nous a transmis sur la période 2019-2021.

- Évolution récente : Publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2019

Le groupe a communiqué le 24 octobre son chiffre d'affaires du troisième trimestre 2019, qui ressort à 33,7 millions d'euros, en croissance de +7,3% et de +2,9% à périmètre constant. Par division, les rythmes de croissance à périmètre constant ressortent très proches des niveaux affichés au premier semestre : +8,5% à périmètre constant sur l'activité prestations de services contre +7,4% sur le premier semestre, recul de -16,7% sur l'activité Cloud contre -14% sur le premier semestre, croissance de +9% sur l'activité négoces contre +8% sur le premier semestre.

Cette publication ne recèle pas d'élément de nature à nous faire penser que le plan d'affaires de la société sur la période 2019-21 soit trop optimiste ni trop pessimiste.

3.1.5 BILAN ECONOMIQUE 2012-2018

en millions d'euros	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ecart d'acquisition	12,5	15,5	27,4	29,9	30,3	34,0	34,0	35,1	35,4	33,2	37,4
Autres immobilisations incorporelles	0,4	0,4	0,3	0,9	1,1	1,3	1,6	1,7	2,2	2,2	2,2
Immobilisations corporelles	1,7	1,6	2,0	2,4	2,2	3,1	4,1	5,5	4,0	4,0	3,7
Autres actifs immobilisés	0,7	0,7	1,4	1,7	1,5	2,0	3,5	3,8	3,7	4,2	3,6
Total actifs immobilisés	15,3	18,1	31,1	34,9	35,0	40,3	43,2	46,1	45,2	43,6	46,8
Besoin en Fonds de Roulement	1,7	-1,3	1,9	3,1	2,3	5,5	7,5	10,2	4,8	13,9	13,6
Total actif économique	16,9	16,8	33,0	38,0	37,3	45,8	50,7	56,3	50,0	57,6	60,4
Capitaux propres part du groupe	12,9	18,9	23,2	27,6	30,9	34,3	43,5	45,2	46,1	47,7	52,9
Intérêts minoritaires	1,2	0,9	0,9	1,9	1,0	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5
Provisions	0,6	1,5	1,9	0,8	0,9	1,5	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Dette Financière Nette	2,2	-4,4	7,0	7,6	4,4	9,9	5,0	9,1	1,4	7,4	5,0
Total passif économique	16,9	16,8	33,0	38,0	37,3	45,8	50,6	56,3	50,0	57,6	60,4

Source : ITS Group, Invest Securities

L'actif économique d'ITS Group comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des écarts d'acquisition (37,4 millions d'euros au 31 décembre 2018) qui reflètent la stratégie active de croissance externe du groupe menée sur l'ensemble de la période étudiée. On observe ainsi que ce poste a régulièrement augmenté entre 2008 et 2018.
- Des actifs incorporels (2,2 millions d'euros au 31 décembre 2018) provenant essentiellement de la marque THEMIS CONSEIL et de la capitalisation de la R&D dans le cadre du développement de logiciels de l'activité mobilité (ITS IBELEM).
- Un Besoin en Fonds de Roulement croissant (13,6 millions d'euros à fin 2018 représentant 37 jours de chiffre d'affaires) en volume et en nombre de jours de chiffre d'affaires. Il a évolué entre -9 jours et 20 jours entre 2008 et 2016, puis a connu une brusque augmentation en 2017 (28j de chiffre d'affaires) puis en 2018 (37 jours). Le management a expliqué que l'activité de négoce compliquait beaucoup la lecture du BFR, de même que les retards de paiement de certains gros clients. Il est à noter que contrairement aux autres acteurs du secteur, ITS Group n'a pas recours à l'affacturage déconsolidant pour optimiser son BFR.

Le passif économique d'ITS Group comprend essentiellement les éléments suivants :

- Des capitaux propres part du groupe constituant la majeure partie du passif (52,9 millions d'euros à fin 2018) en constante augmentation.
- Une Dette Financière Nette contenue qui a atteint un sommet à 9,9 millions d'euros en 2013, année de l'acquisition du groupe Overlap. Elle se chiffre à 5,0 millions d'euros à fin 2018, soit un gearing de 9,5% et un ratio Dette Nette/EBITDA de 0,62x. Elle se décompose en une trésorerie brute de 9,9 millions d'euros et des dettes financières de 15,0 millions d'euros, dont 10,8 millions d'euros sont constitués par des emprunts à plus d'un 1 an pour financer la stratégie de croissance externe du groupe et les travaux d'aménagements de son site de Boulogne.
- Des provisions (2 millions d'euros à fin 2018) comprenant essentiellement des provisions retraites (1,8 million d'euros au 31 décembre 2018) et d'autres provisions (0,2 million d'euros au 31 décembre 2018).

3.1.6 ANALYSE DU PLAN D'AFFAIRES 2019-21

Plan d'affaires communiqué par la société

Compte de résultats (m€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	179	134	140	146	151
var.	-5,2%	-25,1%	+4,4%	+4,6%	+2,9%
EBITDA	8,5	8,1	9,4	11,4	12,6
ROC	6,5	5,9	7,7	9,6	10,7
var.	+2,5%	-8,6%	+29,7%	+25,7%	+11,1%
EBIT	5,5	5,3	7,4	9,5	10,6
Résultat financier	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
IS	-1,9	-1,6	-2,9	-3,3	-3,7
SME+Minoritaires	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
RN pdg	3,0	6,5	4,0	5,7	6,5
var.	+41,7%	+117,0%	-38,2%	+43,2%	+13,5%

Source: ITS Group, Investissements

La direction d'ITS Group nous a communiqué un plan d'affaires pour chacune des filiales du groupe et en consolidé pour les années 2019, 2020 et 2021.

En retraçant le chiffre d'affaires attendu sur Eugena Consulting, consolidée à partir d'avril 2019, nous estimons la croissance organique attendue à +2,0%/+3,6%/+2,9% sur 2019-21, supérieure aux niveaux de croissance organique publiés sur 2016-18 à -3,3%/-6,0%/+1,0%, certes affectés par les performances difficiles de l'activité Négoce. La croissance organique sur les activités Prestations de services et Cloud/Services managés est estimée à +0,8%/+6,3%/+3,2% sur 2016-18. Au regard de ces chiffres, le plan d'affaires de la société semble crédible.

La société anticipe un Taux Moyen de Variation Annuelle du Résultat Opérationnel Courant (ROC) de +21,9% et une progression de la marge opérationnelle courante de +2,7 points entre 2018 et 2021, alors que le ROC réalisé par la société en 2018 est inférieur au niveau de 2010 et qu'une tendance régulière à l'érosion du taux de marge s'est mise en place depuis cette même année 2010. La marge de 7,1% visée en 2021 n'a pas été atteinte depuis 2012. Cependant, la cession de l'activité de Négoce peut laisser penser que le management du groupe pourra se focaliser sur ses activités cœur et faire progresser les marges du groupe. Le management d'ITS vise des économies de coûts de 1 million d'euros annuelles à partir de 2019 liées à la fermeture d'un restaurant d'entreprise (200 milliers d'euros), à la réduction des frais de structure (300 milliers d'euros) et à la restructuration du pôle recrutement (300 à 400 milliers d'euros), ce qui crédibilise la trajectoire visée. Le groupe vise une amélioration de la marge de Cloud/Services managés plus forte que celle de son activité Prestations de services (+4,4 points entre 2018 et 2021 pour atteindre 8,0% à l'échéance vs +2,4pt entre 2018 et 2021 pour atteindre 7,1%), tandis que la marge d'EBITA de l'activité Négoce est attendue quasi-stable à 4,7% en 2019 puis 4,8% en 2020 et 2021 (4,3% en 2018). A notre sens, la publication du premier semestre, ainsi que nos échanges récents avec la direction, crédibilisent cette trajectoire.

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

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 30 juin 2019.

La Dette Nette ajustée de 14,35 millions d'euros intègre au 30 juin 2019 :

- Une Dette Financière Nette de 12,15 millions d'euros au 30 juin 2019 hors impact de la norme IFRS 16, comprenant 16,20 millions d'euros de dettes financières desquelles est déduite une trésorerie de 4,05 millions d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 1,52 million d'euros.
- Le coût d'acquisition de Randco réalisée en juillet 2019 pour 0,79 million d'euros. Cette opération n'était pas intégrée au plan d'affaires de la société, mais son impact devrait être limité, selon les dirigeants de la société. Intégrer le coût de cette opération nous semble être l'approche la plus prudente.

- Le solde du prix de cession d'ITS Overlap (1,5 million d'euros) reconnu en autres actifs courants, net des dettes (0,5 million d'euros) reconnu en autres passifs courants.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 0,39 million d'euros.
- Les intérêts minoritaires pour leur valeur au bilan de 0,5 million d'euros.

Au 30 juin 2019	
en millions d'euros	Invest Securities
Dettes Nette au 30/06/19 hors IFRS 16	12,15
Provisions retraites après impôts fin S1 2019	1,52
Coût acquisition Randco réalisée en juillet 2019	0,79
Solde du prix de cession d'ITS Overlap	-1,00
Provisions pour garanties, litiges, restructurations et autres	0,39
Intérêts minoritaires	0,50
Dettes Nette ajustée	14,35

Source : ITS Group, Invest Securities

3.1.8 NOMBRE D'ACTIONS RETENU

Le nombre d'actions d'ITS Group retenu est de 7 796 775, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 7 874 555 tel que communiqué par la société au 30 juin 2019, diminué des actions auto-détenues (431 385) à la même date et augmenté des 353 605 actions gratuites attribuées sous condition de présence lors de l'Assemblée Générale du 10 juillet 2019 à 12 managers de la société.

Nombre d'actions existantes	7 874 555
- actions auto-détenues	- 431 385
+ actions gratuites	353 605
Nombre d'actions retenu	7 796 775

Source : ITS Group, Invest Securities

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

3.2.1 APPROCHE PAR ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLES

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

Au-delà du plan d'affaires sur 2019-2021 (NB : celui-ci ne prend pas en compte la norme IFRS 16), afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2028 avec les hypothèses suivantes :

- Une convergence linéaire de la croissance du groupe de +2,9% en 2021 à +1,5% à 2028.
- L'évolution de la marge d'EBITDA de 8,3% visés en 2021 à 6,4% en 2028, là aussi de manière linéaire (en pourcentage du chiffre d'affaires). Le niveau retenu de 6,4% correspond à la marge d'EBITDA moyenne sur 2016-2021.

Pour construire nos estimations de flux de trésorerie, nous intégrons les chiffres 2019-2028 détaillés en partie 2.6 et ci-dessus. Les hypothèses complémentaires sont détaillées dans le tableau ci-dessous :

- Les capex retenus intègrent les hypothèses présentées dans le plan d'affaires de la société pour 2019 (avec des cessions pour plus d'un million d'euros au cours du deuxième semestre 2019 qui expliquent le chiffre négatif), le niveau de 1,5 million d'euros correspondant à la moyenne des capex sur la période 2016-2018 en 2020 et 2021 puis des capex convergeant linéairement vers le niveau considéré comme normatif à 2,2 millions d'euros (dont 1,75 million d'euros pour ITS Integra) en 2028.
- La variation de BFR annuelle retenue est de -700 milliers d'euros, milieu de la fourchette de -600 milliers d'euros à -800 milliers d'euros attendue par la société en normatif. Cela correspond à un BFR en jours de chiffre d'affaires en légère augmentation au fil du temps.

Flux de trésorerie actualisés d'ITS Group sur 2018-28e

Modèle DCF												
	2018	S1 2019	S2 2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CA	134	70	70	146	151	155	159	163	166	169	172	175
var	-25,1%	n.s	n.s	+4,6%	+2,9%	+2,7%	+2,5%	+2,3%	+2,1%	+1,9%	+1,7%	+1,5%
EBITDA	8,1	4,2	5,3	11,4	12,6	12,5	12,4	12,2	12,0	11,8	11,5	11,2
marge d'EBITDA	6,0%	5,9%	7,5%	7,8%	8,3%	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%	6,7%	6,4%
Capex	-1,1	-1,5	0,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
en % du CA	-0,9%	-2,1%	0,7%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,3%
Amortissements	-2,2	-1,2	-0,6	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2
en % du CA	-1,6%	-1,7%	-0,8%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
BFR	13,6	16,5	13,3	14,0	14,7	15,4	16,1	16,8	17,5	18,2	18,9	19,6
BFR en jours de CA	37,0	43,0	34,7	34,9	35,6	36,3	37,0	37,7	38,5	39,3	40,1	41,0
BFR/CA (%)	10,1%	11,8%	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%	10,5%	10,8%	11,0%	11,2%
IS hors CVAE	-1,3	-0,6	-1,0	-2,0	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	-2,0
IS hors CVAE(en %)	-22,0%	-20,8%	-20,8%	-20,7%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%
CVAE	-1,3	-0,7	-0,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
CVAE(en % du CA)	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Taux d'imposition global	-44,7%	-44,5%	-35,7%	-35,9%	-36,1%	-36,7%	-37,3%	-38,0%	-38,7%	-39,5%	-40,4%	-41,4%
Synthèse												
EBITDA	8,1	4,2	5,3	11,4	12,6	12,5	12,4	12,2	12,0	11,8	11,5	11,2
Impôts (IS + CVAE)	-2,6	-1,3	-1,7	-3,5	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,7
Capex	-1,1	-1,5	0,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
Variation BFR	-1,6	-3,9	3,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
FCF opérationnel après BFR	2,7	-2,5	7,2	5,8	6,5	6,3	6,1	5,8	5,6	5,2	4,9	4,6
var	+112,5%			+22,7%	+12,3%	-3,0%	-3,5%	-4,1%	-4,8%	-5,5%	-6,3%	-7,2%
Coef d'actualisation			0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
FCF opérationnel actualisé			6,9	5,1	5,2	4,6	4,1	3,6	3,1	2,7	2,3	2,0

Le taux d'imposition est élevé, du fait qu'à l'Impôt sur les Sociétés (IS) s'ajoute la CVAE (Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises). La CVAE représente 1% du chiffre d'affaires 2019, mais 18,2% du résultat opérationnel courant. Nous faisons l'hypothèse que la CVAE se maintiendra à environ 1% du chiffre d'affaires à horizon 2028, en plus d'un taux d'IS hors CVAE qui est dans les estimations 2019-2021 proche de 22% et que nous estimons à ce même niveau sur la période 2022-2028.

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

- Le taux sans risque retenu de -0,26%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 16 octobre 2019 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 6,57%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 16 octobre 2019 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Un bêta de 1,08x. Celui-ci correspond au bêta désendetté de l'échantillon d'entreprises comparables retenu dans l'approche par les multiples boursiers (0,83x) auquel il a été appliqué l'endettement d'ITS Group.
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 17%. ITS Group affiche une Dette Nette Ajustée de 14,35 millions d'euros mais nous retenons pour le calcul du levier financier le niveau de Dette Nette ajustée de la saisonnalité du BFR à 11,15 millions d'euros pour obtenir un chiffre plus normatif.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 9,257% qui se compare au taux de 8,8% retenu par la société pour ses tests de perte de valeur.

Détail du taux d'actualisation	
Taux sans risque (moyenne 3 mois)	-0,26%
Prime de risque de marché (moyenne 3 mois)	6,57%
Prime de taille	3,67%
Coût du capital	10,51%
Levier financier	16,90%
Coût moyen pondéré du capital	9,26%

Source : Factset, estimations InvestSecurities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de +1,5% à long terme, la valeur d'entreprise d'ITS Group ressort à 65,3 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 51,0 millions d'euros ou 6,54 euros par action. La valeur terminale représente 39,4% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action d'ITS Group s'établit dans une fourchette de 6,02 euros à 7,16 euros.

		WACC						
		7,76%	8,26%	8,76%	9,26%	9,76%	10,26%	10,76%
croissance à l'infini	+1,00%	7,83	7,26	6,76	6,33	5,93	5,58	5,27
	+1,25%	8,01	7,41	6,89	6,43	6,02	5,66	5,34
	+1,50%	8,20	7,57	7,02	6,54	6,12	5,74	5,41
	+1,75%	8,40	7,74	7,16	6,66	6,22	5,83	5,48
	+2,00%	8,63	7,92	7,31	6,79	6,33	5,92	5,56

Source : estimations InvestSecurities

3.2.2 APPROCHE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats d'ITS Group les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables, bien que certaines différences existent au niveau des modèles économiques, du positionnement et de la taille.

Compte-tenu de l'application à partir du 1er janvier 2019 de la norme IFRS 16, qui a généralement un impact significatif sur l'EBITDA des sociétés du secteur (la prise en compte de charges de location au-dessus de l'EBITDA étant remplacée par l'amortissement d'un droit d'usage ainsi qu'un surcroît de charges financières correspondant au coût de financement théorique de la dette de location en dessous de l'EBITDA), nous avons écarté l'utilisation des multiples de VE/EBITDA car la prise en compte de l'impact de la norme IFRS 16 par les différents analystes composant le consensus Factset n'est pas certaine, le risque étant de mélanger des chiffres n'intégrant pas l'impact d'IFRS 16 avec des chiffres le prenant en compte. L'impact de cette norme sur l'EBIT des sociétés du secteur étant généralement minime, nous retenons en revanche le multiple de VE/EBIT.

Le secteur a connu un parcours compliqué, particulièrement les sociétés petites et moyennes. Sur les 3 derniers mois, ont averti sur leurs objectifs 2019 : Groupe Open le 18 juillet 2019 (-35% sur le cours sur les 3 derniers mois au 16 octobre 2019), Devoteam le 3 septembre 2019 (-24% sur la même période) et Umanis le 13 septembre 2019 (-38% sur la même période). Groupe Open a souffert de la baisse du nombre de ses collaborateurs liée à une hausse du turnover (proportion des salariés quittant l'entreprise sur un an), d'une augmentation du salaire moyen supérieure à celle du taux journalier moyen (tarif journalier moyen facturé pour le travail d'un consultant) et du recul du taux d'activité des consultants. Devoteam a connu des difficultés liées à l'intégration de son acquisition Allegri et à un recul du taux d'activité en France. Umanis a évoqué un contexte de marché moins favorable notamment dans le secteur banque-assurances. L'ensemble de ces éléments fait écho aux messages d'autres sociétés du secteur, en particulier la problématique du recrutement et du taux de turnover des salariés qui devient fondamentale, avec des sociétés qui ont de plus en plus de mal à faire progresser le nombre de leurs employés et

de ce fait leur chiffre d'affaires. Les performances boursières des autres Entreprises de Services Numériques de taille petite et moyenne sont globalement difficiles sur les 3 derniers mois (au 16 octobre 2019) : -7% sur Infotel, -14% sur Neurones, -14% sur Wavestone, -18% sur CS Group, -20% sur SQLI. Les acteurs de plus grande taille, dont les marques sont plus fortes et les structures RH plus étoffées, s'en sortent globalement mieux : -16% sur Atos, -4% sur CapGemini, +15% sur Sopra Steria.

L'échantillon de sociétés comparables est composé d'acteurs français évoluant dans le secteur des ESN (petites et moyennes capitalisations) et comprend 10 sociétés :

- Aubay – Société française fournissant des prestations de conseil IT et d'intégration de systèmes d'information, industriels et télécoms. Le groupe, qui compte 6 200 consultants, accompagne les entreprises de différents secteurs, notamment la finance et l'assurance, le e-commerce, l'énergie, l'industrie et les administrations. Aubay SA a réalisé un chiffre d'affaires de 401 millions d'euros en 2018.
- CS Communication et Systèmes – Groupe français concepteur, intégrateur et opérateur de systèmes informatiques complexes et critiques. Du fait de son positionnement technologique, le groupe compte beaucoup de clients dans les secteurs de la défense, de la cybersécurité et de l'aérospatial. La société, qui compte 2 000 collaborateurs a réalisé un chiffre d'affaires de 201 millions d'euros en 2018.
- Devoteam – Entreprise de Services Numériques française offrant des prestations de services IT à forte valeur ajoutée notamment autour des solutions Cloud et de l'Intelligence Artificielle. Le groupe opère dans les secteurs de l'industrie, et énergie, de la finance, du secteur public et des télécoms. Présent en France (49% du chiffre d'affaires 2018), en Europe et dans le reste du monde, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 652 millions d'euros en 2018.
- Groupe Open – Entreprise française offrant des services d'intégration et d'infogérance d'infrastructures. L'ESN a réalisé un chiffre d'affaires de 324 millions d'euros en 2018, dont 96% en France.
- Infotel – Groupe français comptant 2 500 collaborateurs, Infotel offre des services d'infogérance, et, dans une moindre mesure, édite des logiciels (4% du chiffre d'affaires 2018). L'entreprise opère notamment dans les secteurs de la Banque, de l'Assurance, de l'Industrie et des Transports. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 232 millions d'euros en 2018.
- Micropole – Société française offrant des services orientés vers le marketing digital et l'exploitation de grands volumes de données. L'entreprise emploie 1 130 consultants et a généré 109 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2018.
- Neurones – Groupe français spécialisé dans les services d'infogérance d'infrastructure et l'hébergement (69% du chiffre d'affaires), d'intégration de logiciels (26%) et de conseil en management (5%). Le groupe propose également des services d'intégration et de conseil IT. Neurones SA, qui compte 5 160 collaborateurs, a réalisé 490 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2018, principalement en France.
- SQL Ingénierie – Groupe français de conseil IT spécialisé dans le marketing digital. SQL Ingénierie SA compte 2 300 consultants et a réalisé un chiffre d'affaires de 232 millions d'euros en 2018, dont 151 millions d'euros réalisés en France.
- Umanis – Société française de services IT spécialisée dans l'intégration et l'infogérance applicative (96% du chiffre d'affaires 2018) et opère des centres d'appel (4%). Umanis SA réalise un chiffre d'affaires de 153 millions d'euros et compte 2 000 consultants.
- Visiativ – Entreprise française d'intégration de logiciels PLM de Dassault Systèmes, notamment la solution Solidworks. Le groupe Visiativ compte 1 000 collaborateurs et a généré un chiffre d'affaires de 163 millions d'euros en 2018.

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

Comparables	Capi (m €)	Dettes nettes 2018 (m €)	CA		EBIT		TMVA CA 2018-20e	Marge d'EBIT	
			2018	2020e	2018	2020e		2018	2020e
Aubay SA	460,4	-0,2	401	452	42	47	+6,2%	10,5%	10,5%
CS Group SA	96,5	63,9	201	227	15	16	+6,1%	7,6%	6,9%
Devoteam SA	673,3	-42,1	652	850	74	90	+14,1%	11,3%	10,6%
Groupe Open SA	98,9	-17,4	324	325	23	20	+0,1%	7,1%	6,1%
Infotel SA	240,0	-72,8	232	262	23	24	+6,4%	9,8%	9,2%
Micropole SA	34,9	12,3	109	123	5	7	+6,2%	4,2%	5,4%
Neurones SA	519,7	-174,5	490	540	45	54	+5,1%	9,2%	10,0%
SQL Ingénierie SA	80,2	52,0	232	258	11	17	+5,4%	4,9%	6,6%
Um anis SA	87,0	20,7	207	241	19	20	+8,0%	9,3%	8,2%
Visatir SA	93,4	19,6	163	216	9	16	+15,2%	5,4%	7,2%

Sources : Factset Estimates, sociétés

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT (VE/EBIT) et les multiples de capitalisation boursière rapportés au résultat net (PER). Nous avons écarté les multiples déterminés sur la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires, le niveau de rentabilité d'ITS Group étant significativement inférieur à celui de la médiane de notre échantillon. Nous corrigeons également la Dette Nette d'ITS Group au 30 juin 2019 d'un facteur de saisonnalité de 3,19 millions d'euros, correspondant à la variation de besoin en fonds de roulement attendue au deuxième semestre 2019. Cet élément a été confirmé par la société après le premier semestre 2019 et semble tout à fait crédible au regard de la variation du besoin en fonds de roulement sur l'exercice 2018 (augmentation de 5,8 millions d'euros au premier semestre et diminution de 4,2 millions d'euros au second semestre). Sans cette correction, l'importante saisonnalité du besoin en fonds de roulement (augmentation de 3,89 millions d'euro au premier semestre, réduction de 3,19 millions d'euro attendue au deuxième semestre) nous conduirait à surévaluer le niveau d'endettement de la société, nuisant à la pertinence de l'utilisation de cette méthode de valorisation.

	Cours (€)	Capitalisation (m €)	PE			VE/CA			VE/EBIT		
			2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Aubay SA	34,9	460,4	15,9x	15,0x	14,1x	1,08x	1,02x	1,0x	10,3x	9,7x	9,2x
CS Group SA	4,1	96,5	26,6x	13,1x	9,8x	0,74x	0,69x	0,6x	13,3x	10,0x	8,4x
Devoteam SA	80,8	673,3	16,5x	13,9x	12,1x	0,79x	0,67x	0,6x	7,8x	6,4x	5,3x
Groupe Open SA	11,5	98,9	18,0x	9,4x	8,7x	0,28x	0,25x	0,2x	5,50x	4,16x	3,7x
Infotel SA	36,1	240,0	17,1x	15,5x	13,5x	0,67x	0,60x	0,5x	7,5x	6,5x	5,4x
Micropole SA	1,2	34,9	12,0x	9,2x	7,5x	0,40x	0,35x	0,3x	8,9x	6,5x	4,8x
Neurones SA	21,4	519,7	15,9x	15,7x	14,9x	0,62x	0,53x	0,4x	5,95x	5,31x	4,5x
SQL Ingénierie SA	18,1	80,2	13,7x	8,1x	6,3x	0,36x	0,32x	0,3x	6,72x	4,90x	4,26x
Um anis SA	4,7	87,0	10,0x	7,1x	5,3x	0,52x	0,42x	0,3x	8,2x	5,2x	3,3x
Visatir SA	23,2	93,4	18,6x	12,9x	10,5x	0,58x	0,49x	0,4x	9,10x	6,85x	5,3x
Moyenne		238,4	16,4x	12,00x	10,26x	0,60x	0,54x	0,47x	8,33x	6,55x	5,41x
Médiane		97,7	16,2x	13,04x	10,14x	0,60x	0,51x	0,43x	8,01x	6,42x	5,03x

Souche : Factset Estimates

Appliqués aux estimations de résultats d'ITS Group, les multiples de valorisation retenus (nous utilisons la médiane de notre échantillon) font ressortir une valeur par action ITS Group :

- De 8,81 euros en faisant la moyenne des médianes des PER 2019, 2020 et 2021 de notre échantillon de comparables appliquée au BNA 2019, 2020 et 2021 d'ITS Group (8,34 euros – 9,60 euros – 8,48 euros respectivement).
- De 5,99 euros en faisant la moyenne des médianes des VE/EBIT 2019, 2020 et 2021 de notre échantillon de comparables appliquée aux EBIT attendus en 2019, 2020 et 2021 d'ITS Group (6,21 euros – 6,39 euros – 5,38 euros).

Compte tenu de la différence de taille entre ITS Group et les valeurs de notre échantillon de comparables, il est appliqué une décote basée sur l'Abaque d'Eric-Eugène Grena. En s'appuyant sur la table ci-dessous et compte tenu d'un rapport des capitalisations de 14% (35 millions pour ITS Group vs moyenne à 238 millions d'euros pour l'échantillon de comparables), il est appliqué une décote de 16,7% sur la valorisation d'ITS Group.

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

source : Invest Securities, E-E Grena

La valorisation par comparables d'ITS Group s'établit donc à 6,16 euros par action en moyenne (moyenne des valorisations obtenues en utilisant les méthodes de multiples VE/EBIT et PER après décote).

3.2.3 APPROCHE PAR LES COURS BOURSIERS

Les actions ITS Group sont admises aux négociations sur le Marché Libre depuis octobre 1999 et sur le second marché depuis janvier 2001 (devenu Euronext compartiment C). L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an à compter de la date de l'annonce du projet d'offre, soit entre le 16 octobre 2018 et le 16 octobre 2019.

Au cours des 12 derniers mois, les volumes se sont élevés à 1 638 889 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 28,9 milliers d'euros. La liquidité du titre ITS Group est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 47,3% sur 1 an.

Historique du cours moyen pondéré d'ITS Group sur 1 an



Source : Factset Estimates

Le cours moyen pondéré s'établit à 4,46 euros sur 3 mois, 4,68 euros sur 6 mois et 4,62 euros sur 12 mois. Le cours de clôture a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 16 octobre 2018 à 5,90 euros et son plus bas le 3 octobre 2019 à 4,25 euros.

	Cours	Volume moyen journalier	Prime/décote
Cours spot au 16 octobre 2019	4,39	4 545	51%
Moyenne pondérée 3 mois (16/07/19 au 16/10/19)	4,46	2 743	48%
Moyenne pondérée 6 mois (16/04/19 au 16/10/19)	4,68	3 815	41%
Moyenne pondérée 12 mois (16/10/18 au 16/10/19)	4,62	6 255	43%
Plus bas 12 mois	4,25		56%
Plus haut 12 mois	5,90		12%

Source : Factset Estimates

Le cours spot au 16 octobre 2019 et les plus hauts et plus bas sur 12 mois sont établis sur la base des cours de clôture.

3.2.4 APPROCHES PAR LES TRANSACTIONS RECENTES SUR LE CAPITAL

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

Le 10 décembre 2018, BNP Paribas, par l'intermédiaire de la société BNP Paribas Développement, a acquis 322 256 actions ITS Group. Le prix de la transaction peut être reconstitué grâce aux données publiées par Euronext : il ressort à 4,10€ par action. BNP Paribas Développement est en négociations exclusives en vue de créer une holding contrôlée par Jean-Michel Bénard qui a pour projet de lancer une OPAS sur les actions d'ITS Group.

Au mois de janvier 2019, ITS Group a acquis un bloc de 275 000 de ses propres actions pour 4,70 euros par action.

3.2.5 SYNTHESE DE L'APPRECIATION DE L'OFFRE SUR LES ACTIONS ITS GROUP

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites par rapport au prix de l'offre de 6,62 euros.

Méthodes retenues	Va l u a t i o n p a r a c t i o n	P r i m e / d é c o t e
DCF		
Actualisation des flux de trésorerie	6,54 €	1%
Com par a b l e s		
Moyenne des PE & VE/EBIT 2019-20-21	6,16 €	7%
Cours boursiers		
Cours spot au 16/10/2019	4,39 €	51%
Moyenne pondérée 3 mois	4,46 €	48%
Moyenne pondérée 6 mois	4,68 €	41%
Moyenne pondérée 12 mois	4,62 €	43%
Plus bas 12 mois	4,25 €	56%
Plus haut 12 mois	5,90 €	12%
Transactions récentes sur le capital		
Acq. par BNP Dev de 4,1% du capital	4,10 €	61%
Acq. par ITS de 3,5% de son capital	4,70 €	41%

Sources : ITS Group, Invest Securities

3.3 Méthodes à titre indicatif

3.3.1 MULTIPLES DE TRANSACTIONS COMPARABLES

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

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

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

Dans le cas d'ITS Group, nous avons identifié 10 transactions dans le secteur des prestataires de services IT. Nous avons écarté les 3 transactions suivantes qui portent sur des cibles dont l'activité apparaît trop éloignée de celle d'ITS Group (en l'occurrence Octo Technology, positionné sur la transformation digitale) et/ou par manque d'informations sur les transactions (acquisitions de Groupe Soft par Computer Task Group et d'Exclusive Networks par Permira).

Cible	Acquéreur	Devise	Fonds Propres	Dettes	VE	CA	EBIT	Marge EBIT
Exclusive Networks	Permira	EUR	n.d.	n.d.	1 450	1 750	n.d.	n.d.
Groupe Soft	Computer Task Group	EUR	n.d.	n.d.	13	25	n.d.	n.d.
Octo Technology	Accenture	EUR	n.d.	n.d.	96	43	4	9,3%

Source : MergeMarket, Factset Estimates, Invest Securities

En revanche, les 7 opérations suivantes concernent des entreprises comparables à ITS Group notamment en termes de métier (il s'agit d'ESN européennes de taille petite à moyenne) :

- GFI Informatique, une ESN française œuvrant dans les domaines du conseil IT, des services applicatifs et de l'infogérance. Nous intégrons à notre analyse la transaction réalisée le 12 juin 2018 hors marché par Mannai Corporation concernant 10,21 millions d'actions du groupe détenues par Apax Partners, Altamir et Boussard & Gavaudan et représentant environ 15% du capital social de la société. Cette opération est la dernière significative réalisée avant l'offre publique de retrait de septembre 2018 portant sur les 3,4% du capital non encore détenus par Mannai. Nous pensons que la valorisation de cette transaction (8,50€ par action) reflète mieux la valeur de GFI Informatique que l'offre de retrait (10,50€ par action), cette dernière étant susceptible d'intégrer une prime élevée pour faciliter l'apport des derniers titres restants cotés.
- SQS (Software Quality Systems), ESN allemande spécialiste du contrôle qualité de logiciels et des services managés.
- Kentor IT, une ESN suédoise spécialisée en conseil IT, intégration de systèmes et maintenance applicative.
- Business & Decision, une ESN spécialisée en conseil IT (pilotage de la transformation), intégration de systèmes et valorisation des données.
- Ausy, une ESN œuvrant dans le management des systèmes d'information (AMOA, architecture logiciels) et l'ingénierie - conseil en technologie (conception de systèmes industriels - logiciels embarqués, mécanique, ingénierie systèmes, télécommunications, énergie).
- Groupe Steria, une ESN réalisant des prestations d'intégration de systèmes, de maintenance applicative, de gestion des infrastructures informatiques et de Business Process Outsourcing.

- Bull, une société à la fois spécialisée dans l'infogérance mais également dans la conception de supercalculateurs ainsi que des logiciels associés à ce type de machines, de serveurs haut de gamme et de plateformes Cloud.

Cible	Acquéreur	Type d'opération	Devise	Fonds Propres	Dette	VE	CA	EBT	Marge EBT
GFI	MannaiCorp.	Cession de participations	EUR	568	138	706	1131	56	4,9%
SQS Software	Assystem	OPA	EUR	319	36	355	284	27	9,6%
Kentor	Sopra Steria	Rachat de 100% du capital auprès de Telecom puting	EUR	nd	nd	40	34	1,4	4,0%
Business & Decision	Orange	Cession de bbc et OPA	EUR	63	27	90	229	0,2	0,1%
Ausy	Randstad	OPA	EUR	269	98	367	394	33	8,4%
Steria	Sopra	OPE	EUR	730	224	953	1755	100	5,7%
Bull	Atos	OPA	EUR	595	-213	383	1262	45	3,6%

Source : MergeMarket, Factset Estimates, Invest Securities

Les multiples de transactions comparables sont les suivants :

Date	Cible	Acquéreur	VE/CA	VE/EBT
juin-18	GFI	MannaiCorp.	0,62x	12,6x
nov.-17	SQS Software	Assystem	1,25x	13,0x
juin-17	Kentor	Sopra Steria	1,18x	n.s
mai-17	Business & Decision	Orange	0,39x	n.s
juin-16	Ausy	Randstad	0,93x	11,1x
avr.-14	Steria	Sopra	0,54x	9,6x
mai-14	Bull	Atos	0,30x	8,5x
	Médiane		0,62x	11,1x

Source : MergeMarket, Factset Estimates, Invest Securities

Nous estimons que le multiple de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires (VE/CA) est peu pertinent du fait : (i) de l'écart important selon les transactions (de 0,39x pour Business & Décision à 1,18x pour Kentor) et (ii) de l'écart de rentabilité des différents acteurs (marge d'EBITDA de 1,8% pour Business & Décision à 9,6% pour Ausy) qui justifie des multiples de VE/CA différents. À titre d'information, sur la base de la médiane des VE/CA, la valeur par action d'ITS Group ressortirait à 9,77€ par action.

En ce qui concerne les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT, nous avons des informations sur seulement 5 des transactions étudiées. Nous concluons que ce multiple est également peu pertinent pour évaluer ITS Group du fait : (i) de l'intervalle relativement important des multiples considérés (entre 8,5x et 13,0x), (ii) de l'écart de plusieurs années séparant les transactions (s'échelonnant de mai 2014 à juin 2018) et (iii) de la taille nettement supérieure des sociétés acquises par rapport à ITS Group (capitalisation de 34,6m€ à la clôture du 16 octobre 2019). À titre d'information, sur la base de la médiane des VE/EBIT, la valeur par action d'ITS Group ressortirait à 9,11€ par action.

3.4 Méthodes écartées

3.4.1 ACTUALISATION DES DIVIDENDES

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) les dividendes versés par ITS Group (environ 1 million d'euros depuis 2017, attendu stable dans les années à venir) représentent une proportion faible du flux de trésorerie opérationnel après variation de BFR (entre et 14% et 20% sur la période 2019-2028 selon Invest Securities).

3.4.2 COURS CIBLES DES ANALYSTES

ITS Group n'est suivi par aucun bureau d'analyse, selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates. L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours.

À titre d'information, nous signalons que les dernières publications sur le groupe étaient celle d'Euroland Corporate, dans le cadre d'un contrat d'analyse interrompu depuis, donnant un objectif de cours à 8,1 euros le 1er février 2019 et celle d'Aurel BGC avec un objectif de cours à 7,5 euros le 29 septembre 2017.

3.4.3 ACTIF NET COMPTABLE

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

À titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) d'ITS Group ressort à 6,62 euros par action, correspondant à la valeur des capitaux propres part du groupe au 30 juin 2019 (51,6 millions d'euros) divisée par le nombre d'actions retenu (7 796 775).

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

4.1 Pour l'Initiateur

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

Monsieur Jean-Michel BENARD
Président de ITS Participations

4.2 Établissement Présentateur

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

Invest Securities