

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE PRODWARE

INITIEE PAR LA SOCIETE



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 3 novembre 2021 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »)

Le projet d'offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Prodware (www.prodwaregroup.com/investisseurs) et mis à disposition du public sans frais au siège social de Prodware, 45 Quai de la Seine, 75019 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Prodware seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Table des matières

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre.....	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	7
1.3	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	9
1.4	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	14
1.4.1	Principaux termes de l'Offre	14
1.4.2	Ajustement des termes de l'Offre.....	14
1.4.3	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	14
1.5	Situation des bénéficiaires d'Actions de Préférence Gratuites.....	16
1.6	Situation des bénéficiaires de BSAANE	16
1.7	Modalités de l'Offre	17
1.8	Procédure d'apport à l'Offre.....	18
1.9	Publication des résultats et règlement livraison de l'Offre.....	19
1.10	Régime fiscal de l'Offre	19
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE	19
2.1	Composition du Conseil d'administration.....	19
2.2	Avis motivé du Conseil d'administration.....	20
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	27
4.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	28
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	28
6.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	29
6.1	Structure du capital de la Société	29
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	31
6.2.1	Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	31
6.2.2	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote.....	32
6.3	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	32
6.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	32
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	33

6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	33
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	33
6.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration	33
6.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	34
6.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	34
6.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	38
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	38
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE	39
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	39

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du RGAMF, Phast Invest, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 22, avenue de Versailles, 75016 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 529 545 204 (« **Phast Invest** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Prodware, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 45, quai de la Seine, 75019 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 352 335 962 (« **Prodware** » ou la « **Société** »), d'acquérir, en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat dans les conditions décrites ci-après la totalité de leurs actions ordinaires Prodware (les « **Actions** ») au prix de 8,80 euros par action (l'« **Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth à Paris sous le code FR0010313486 (mnémorique « ALPRO »).

L'Offre porte sur la totalité des Actions non-détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou les associés de l'Initiateur agissant de concert (à savoir MM. Philippe Bouaziz, Alain Conrard, Stéphane Conrard, François Richard et S&Audit¹(les « **Associés** » et, ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** »), à la date du Projet de Note en Réponse :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 4.371.268 Actions² ;
- qui seront susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.13 du Projet de Note d'Information) à raison de la conversion des actions de préférence attribuées gratuitement à certains dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales (les « **Actions de Préférence Gratuites** »)³, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 93.420 Actions,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre maximal d'Actions visées par l'Offre égal à 4.464.688 .

Il est précisé que les cadres dirigeants de la Société et titulaires des 509.300 BSAANE (tel que ce terme est défini à la Section 1.4.5 du présent Projet de Note en Réponse) (soit la totalité des BSAANE émis et non détenues par l'Initiateur), se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de

¹ Une société holding intégralement détenue par Messieurs Alain Conrard et Stéphane Conrard.

² Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.0001 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques.

³ A l'exclusion des 4.624 Actions de Préférence Gratuites détenues par les membres du Concert qui se sont engagés à ne pas apporter à l'Offre les Actions susceptibles de résulter de leur conversion.

l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par ces cadres dirigeants ne sont pas visés par l'Offre.

À la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société a émis les instruments financiers suivants :

- 7.042 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, en cas de conversion, à 301.500 Actions⁴. Les Actions de Préférence Gratuites ne font l'objet d'aucune période d'acquisition ou de conservation et peuvent être librement converties par leurs bénéficiaires jusqu'au 20 juin 2027. Le plan d'Actions de Préférence Gratuites en vigueur au sein de la Société est décrit à la Section 1.5 du Projet de Note en Réponse; et
- 1.969.300 BSAANE, dont les diverses attributions sont décrites à la Section 1.6 du Projet de Note en Réponse.

Ces instruments ne sont pas cessibles et ne sont donc pas visés par l'Offre.

À la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur et les membres du Concert détiennent ensemble⁵ :

- 2.980.715 Actions, représentant 38,47 % du capital et 43,67 % des droits de vote théoriques de la Société ;
- 4.624 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 Actions qui seront couvertes par les Actions auto-détenues de la Société et représentant 0,06 % du capital et 2,18 % des droits de vote théoriques de la Société ; et
- 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

Il est précisé que :

- l'Initiateur, qui détient l'intégralité des BSAANE détenus par le Concert, n'a pas l'intention d'exercer les BSAANE exerçables préalablement à l'ouverture de l'Offre et, en conséquence, n'apportera pas à l'Offre les Actions nouvelles auxquelles ces BSAANE donnent droit ;

⁴ Il est précisé que 342 Actions de Préférence Gratuites ont vocation à être annulées. Les droits de vote qui leur sont attachés ne sont par conséquent pas comptabilisés. Par ailleurs, en cas de conversion des Actions de Préférence Gratuites, les Actions remises proviendront des Actions auto-détenues par la Société.

⁵ Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.000 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques. 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 rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

- les membres du Concert, qui détiennent des Actions de Préférence Gratuites, se sont engagés à convertir l'intégralité des Actions de Préférence Gratuites détenues par le Concert mais n'apporteront pas à l'Offre les Actions auxquelles les Actions de Préférence Gratuites donnent droit.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du RGAMF, tel que celui-ci est décrit à la Section 2.6 du Projet de Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, le 25 octobre 2021, Banque Degroof Petercam (la « **Banque Présentatrice** »), agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur et qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, a déposé l'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Le groupe Prodware est un acteur européen des processus d'innovation et de transformation digitale, doté d'une structure R&D puissante, d'une expertise unique en industrialisation de meilleures pratiques mais aussi d'alliances stratégiques de premier plan. Capable de développer des solutions hébergées dans le *cloud*, dotées d'intelligence artificielle mais aussi sectorielles agiles et modernes, le groupe Prodware est le partenaire Microsoft leader en Europe ainsi que le partenaire Sage leader dans les pays francophones.

Présent dans 13 pays et comptant près de 1.350 collaborateurs au service de 15.000 clients, le groupe Prodware a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires consolidé de 172,4 millions d'euros.

Créée en 1989 par M. Philippe Bouaziz, la Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Growth à Paris en 2006. La Société est dirigée par M. Alain Conrard, en qualité de directeur général, et M. Stéphane Conrard en qualité de directeur général délégué. M. Philippe Bouaziz préside le conseil d'administration de la Société, dont MM. Alain Conrard et Stéphane Conrard sont également membres. M. François Richard est co-fondateur de Prodware et exerce la fonction de Directeur des services informatiques du groupe.

Ainsi que plus amplement décrit à la Section 1.3.1 du Projet de Note en Réponse, les Associés ont conclu le 20 octobre 2021 un Pacte (tel que ce terme est défini ci-après) constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce, en vue de prendre le contrôle de la Société et poursuivre la stratégie de développement de la Société, tout en offrant une liquidité aux actionnaires de la Société à un prix attractif.

Le prix de l'Offre fait ressortir des primes de :

- 66,0 % par rapport au dernier cours de clôture avant la date de l'annonce de l'Offre, soit le 19 octobre 2021 ;
- 75,7 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre ;
- 66,5 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 60 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre ;
- 50,3 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 180 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre.

Conformément au Pacte, les Associés se sont engagés à apporter 1.515.084 Actions à l'Initiateur par voie d'apports en nature conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, ainsi que 208.080 Actions qui résulteraient de la conversion des Actions de Préférence Gratuites, sous condition suspensive du succès de l'Offre, à une valeur par Action égale au prix de l'Offre. Ces apports ont fait l'objet d'un Traité d'Apport (tel que ce terme est défini ci-après) conclu par chacun des Associés et l'Initiateur, qui est plus amplement décrit à la Section 1.3.2 du Projet de Note en Réponse.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur et les membres du Concert détiennent ensemble⁶ :

- 2.980.715 Actions représentant 38,47% du capital et 43,67% des droits de vote théoriques de la Société ;
- 4.624 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 Actions qui seront couvertes par les Actions auto-détenues de la Société et représentant 0,06% du capital et 2,18% des droits de vote théorique de la Société ; et
- 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

Il est précisé que :

- l'Initiateur, qui détient l'intégralité des BSAANE détenus par le Concert, n'a pas l'intention d'exercer les BSAANE exerçables préalablement à l'ouverture de l'Offre et, en conséquence, n'apportera pas à l'Offre les Actions nouvelles auxquelles ces BSAANE donnent droit ;

⁶ Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.000 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques. 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 rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

- les membres du Concert, qui détiennent des Actions de Préférence Gratuites, se sont engagés à convertir l'intégralité des Actions de Préférence Gratuites détenues par le Concert mais n'apporteront pas à l'Offre les Actions auxquelles les Actions de Préférence Gratuites donnent droit.

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

1.3.1 Pacte d'actionnaires

Les Associés ont conclu un pacte d'actionnaires le 20 octobre 2021, ensuite amendé par avenant en date du 25 octobre 2021 (le « **Pacte** »), qui organise les relations entre les Associés au niveau de l'Initiateur et de la Société pour une durée de huit (8) ans, dont les principaux termes sont résumés ci-après.

Il est soumis au droit français.

1.3.1.1 Engagements des Associés

Les Associés se sont notamment engagés, en cas de succès de l'Offre, à apporter 1.515.084 Actions ainsi que 208.080 Actions qui résulteraient de la conversion des Actions de Préférence Gratuites, à l'Initiateur par voie d'apport en nature conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, en retenant une valeur par Action égale au prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

1.3.1.2 Gouvernance de l'Initiateur

Les Associés sont convenus que l'Initiateur sera constitué sous la forme d'une société par actions simplifiée, dirigée et représentée à l'égard des tiers par un président (le « **Président** ») et, le cas échéant, un ou plusieurs directeur(s) général(aux), sous la surveillance d'un conseil de surveillance (le « **Conseil de Surveillance** »).

(a) Président de l'Initiateur

Le Président sera nommé et révoqué par le Conseil de Surveillance, statuant à la majorité des voix des membres du Conseil de Surveillance présent ou représentés.

Les Associés ont confirmé M. Stéphane Conrard dans ses fonctions de Président.

Le Président sera investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de l'Initiateur dans la limite des stipulations des Statuts et du Pacte.

(b) Conseil de Surveillance de l'Initiateur

Le Conseil de Surveillance sera composé d'au moins trois (3) membres nommés et révoqués par décision collective des Associés présents ou représentés prise à la majorité simple.

Chacun des Associés détenant plus de quinze pourcent (15 %) du capital social de l'Initiateur pourra désigner un représentant au Conseil de Surveillance.

A l'exception des règles spécifiques applicables aux Décisions Importantes (tel que ce terme est défini ci-après), les décisions du Conseil de Surveillance seront prises à la majorité simple de ses membres présents ou représentés.

Le Conseil de Surveillance exercera un contrôle sur la gestion par le Président de l'Initiateur et, à ce titre, pourra se saisir de toute question intéressant la bonne marche des affaires sociales. En outre, une liste de décisions importantes concernant la Société et ses filiales (les « **Décisions Importantes** »), comprenant notamment l'approbation du plan d'affaires et du budget annuel, le recours à l'endettement au-delà d'un certain seuil, toute émission de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, toute modification significative de l'activité de la Société ou de l'une de ses filiales ou l'approbation de toute convention entre des parties liées, devra faire l'objet d'une autorisation préalable du Conseil de Surveillance statuant selon des règles de majorité et de quorum spécifiques.

Les Associés sont convenus de se concerter, préalablement à toute réunion du Conseil de Surveillance au cours de laquelle est soumise à son approbation préalable une Décision Importante, afin de parvenir, dans toute la mesure du possible, à une position commune.

1.3.1.3 Gouvernance de la Société

(a) Conseil d'Administration

Dans les meilleurs délais à compter du succès de l'Offre, la composition du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») sera, le cas échéant aménagée, de telle sorte que le Conseil d'Administration comprenne (i) un (1) représentant pour chaque Associé détenant plus de quinze pourcent (15 %) du capital social de l'Initiateur (et qui souhaite être représenté) et (ii) un (1) ou deux (2) membres indépendants.

Les Associés se sont engagés à se concerter préalablement sur l'identité du ou des membres indépendants du Conseil d'Administration dont la nomination sera proposée.

(b) Décisions Importantes

A compter du succès de l'Offre, toute Décision Importante relevant de la compétence du Conseil d'Administration et nécessitant l'approbation préalable du Conseil de Surveillance sera soumise préalablement au Conseil de Surveillance.

Les Associés se sont notamment engagés à (i) voter, en leur qualité d'administrateur de la Société, toute Décision Importante soumise au Conseil d'Administration, dans le même sens que la décision prise par le Conseil de Surveillance et (ii) faire en sorte que l'Initiateur vote, en qualité d'actionnaire majoritaire de la Société, toute Décision Importante soumise à l'assemblée générale des actionnaires de la Société, dans le même sens que la décision prise par le Conseil de Surveillance.

1.3.1.4 Transferts des titres émis par l'Initiateur

Le Pacte prévoit les stipulations principales suivantes concernant le transfert des titres de l'Initiateur :

- les Associés ne pourront transférer leurs titres pendant une période courant jusqu'au troisième (3^{ème}) anniversaire de la conclusion du Pacte (la « **Période d'Inaliénabilité** ») ;
- les transferts libres à une holding patrimoniale sont autorisés ;
- à l'issue de la Période d'Inaliénabilité, les Associés pourront transférer leurs titres de l'Initiateur sous réserve d'un droit de première offre au bénéfice des autres Associés ;
- un droit d'anti-dilution usuel.

1.3.2 Traité d'Apport

Un traité d'apport a été conclu le 2 novembre 2021 entre chacun des Associés, en qualité d'apporteurs, et l'Initiateur, en qualité de bénéficiaire (le « **Traité d'Apport** »). La réalisation des apports est conditionnée, en autres, au succès de l'Offre.

Le Traité d'Apport porte sur un nombre total de 1.515.084 Actions ainsi que 208.080 Actions résultant de l'exercice des Actions de Préférence Gratuites, réparties comme suit⁷ :

- M. Philippe Bouaziz apportera 1.095.174 Actions, représentant 14,13 % du capital et 19,76 % des droits de vote de la Société ;
- M. François Richard apportera 324.492 Actions, représentant 4,19 % du capital et 4,72 % des droits de vote de la Société ;
- M. Alain Conrard apportera 61.751 Actions, représentant 0,80 % du capital et 1,19 % des droits de vote de la Société, ainsi que 104.040 Actions résultant de la conversion de 2.312 Actions de Préférence Gratuites ;
- M. Stéphane Conrard apportera 22.650 Actions, représentant 0,29 % du capital et 0,47 % des droits de vote de la Société, ainsi que 104.040 Actions résultant de la conversion de 2.312 Actions de Préférence Gratuites ; et
- S&Audit apportera 11.017 Actions représentant 0,14% du capital et 0,12% des droits de vote.

⁷ Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.000 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques. 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 rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

Les opérations d'apport prévues par le Traité d'Apport seront réalisées à la valeur réelle, étant précisé que les apports seront réalisés sur la base du prix d'Offre (soit 8,80 euros par Action)⁸.

Conformément aux dispositions de l'article 13 des statuts de la Société, les Actions apportées perdront leur droit de vote double à la date de réalisation des apports.

Il est précisé que le calcul des droits de vote effectué dans le présent paragraphe a été établi sur la base du capital de la Société au 30 septembre 2021 et ne tient pas compte de la perte des droits de vote double attachés aux Actions apportées à l'Initiateur au résultat des apports.

En contrepartie des opérations prévues par le Traité d'Apport, les Associés souscriront à des actions ordinaires émises par l'Initiateur.

M. Xavier Paper, du cabinet Paper Audit & Conseil, dont le siège social est situé 222 Boulevard Pereire 75017 Paris, a été désigné en qualité de commissaire aux apports afin d'apprécier sous sa responsabilité la valeur des Actions apportées par les Associés à l'Initiateur (notamment afin de vérifier que la valeur des Actions apportées n'est pas surévaluée).

Les opérations d'apport ne seront définitivement réalisées qu'à compter du jour de l'accomplissement de l'ensemble des conditions suspensives décrites ci-après⁹ :

- le succès de l'Offre ;
- l'établissement et la remise, en temps utile, par le commissaire aux apports de son rapport ;
- l'approbation des opérations d'apport, de la valeur des Actions apportées ainsi que des modalités de rémunération des opérations d'apport par les Associés au vu des rapports du commissaire aux apports.

1.3.3 Emprunt Obligataire

L'Initiateur a conclu le 20 octobre 2021 avec Tikehau Investment Management (agissant pour le compte de certains fonds qu'elle gère) un contrat de financement pour un montant total de 60 millions d'euros. Dans le cadre de ce financement, l'Initiateur a émis des obligations souscrites par ces fonds, d'une maturité de 7 années (remboursement *in fine*) et dont le taux d'intérêt est égal à l'Euribor 6 mois majoré d'une marge payable en numéraire égale à 3,50 % et d'une marge capitalisée égale à 1,75 % pouvant être réduite à 1,50 % en fonction du niveau de détention de l'Initiateur dans Prodware (l' « **Emprunt Obligataire** »).

Ces obligations sont assorties de bons de souscription en actions de l'Initiateur permettant aux fonds d'acquérir, sous certaines conditions, une participation au capital de l'Initiateur pouvant représenter jusqu'à 10,18 % du capital social de l'Initiateur. Le prix d'exercice de ces BSA correspond par transparence au prix

⁸ Les BSAANE détenus par l'Initiateur sont également valorisés sur la base du prix d'Offre.

⁹ Les BSAANE détenus par l'Initiateur sont valorisés sur la base du prix d'Offre pour les opérations d'apports qui seront réalisées en cas de succès de l'Offre.

d'Offre de sorte que les fonds Tikehau pourraient percevoir une quote-part de la plus-value éventuelle en cas de sortie de l'Initiateur à un prix supérieur au prix d'Offre.

1.3.4 Engagement contractuel

Les Associés ont conclu un engagement contractuel (l' « **Engagement** ») avec les fonds gérés par Tikehau Investment Management (« **Tikehau** ») destiné à organiser les modalités de transfert des actions de l'Initiateur que Tikehau sera susceptible de détenir en cas d'exercice des bons de souscription en actions attachés aux obligations souscrites dans le cadre de l'Emprunt Obligataire.

L'Engagement comprend notamment :

- un droit de préemption au bénéfice des Associés en cas de projet de cession des actions de l'Initiateur par Tikehau ;
- un droit de cession conjointe total au bénéfice de Tikehau en cas de projet de cession des actions de l'Initiateur par les Associés ;
- une obligation de sortie forcée au bénéfice des Associés en cas de cession de contrôle de l'Initiateur ;
- un droit au bénéfice de Tikehau de désigner un censeur au Conseil de surveillance de Phast Invest.

1.3.5 Avenant à la documentation de financement existante

Tikehau et Prodware ont conclu le 20 octobre 2021 un avenant modifiant les termes et conditions des obligations émises par Prodware en date du 5 août 2021 pour permettre notamment une réduction de la marge applicable au financement levé par Prodware auprès de Tikehau, une augmentation de l'option de capitalisation de la marge cash et une modification des conditions de changement de contrôle.

L'avenant prévoit une clause d'amortissement anticipé obligatoire des obligations dans le cas où :

- (i) en cas de succès de l'Offre, jusqu'à la date de réalisation des Apports ou (ii) en l'absence de succès de l'Offre, pendant toute la durée de l'emprunt obligataire, les associés historiques¹⁰ et l'Initiateur cessent de détenir directement au moins 25% du capital social et/ou des droits de vote de la Société ; et
- en cas de succès de l'Offre, l'Initiateur réduit sa participation dans la Société de plus 15% par rapport à sa participation dans la Société à la date de réalisation des Apports.

1.3.6 Engagements de non-apport à l'Offre

Les cadres dirigeants de la Société et titulaires des 509.300 BSAANE (soit la totalité des BSAANE émises et non détenues par l'Initiateur), se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au

¹⁰ Messieurs Philippe Bouaziz, Alain Conrard, Stéphane Conrard, François Richard, leurs conjoints, héritiers et ayants-droits.

résultat de l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par ces cadres dirigeants ne sont pas visés par l'Offre.

1.3.7 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

A l'exception des accords décrits à la Section 1.3 du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

1.4 **Rappel des principaux termes de l'Offre**

1.4.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, Banque Degroof Petercam SA, agissant en qualité de banque présentatrice pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 25 octobre 2021, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire portant sur la totalité des Actions non-encore détenues à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert.

L'AMF publiera un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

Cette Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Prodware toutes les Actions visées par l'Offre qui seront apportés à l'Offre, au prix de 8,80 euros par Action (sous réserve d'ajustements, tel qu'indiqué à la Section 2.2 du Projet de Note d'information), pendant une période d'au moins vingt-cinq (25) jours de négociation.

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

1.4.2 Ajustement des termes de l'Offre

Tout éventuel ajustement des termes de l'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet d'une publication d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

1.4.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur et les membres du Concert détiennent ensemble¹¹ :

- 2.980.715 Actions représentant 38,47 % du capital et 43,67 % des droits de vote théoriques de la

¹¹ Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.000 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques. 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 rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

Société ;

- 4.624 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 Actions qui seront couvertes par les Actions auto-détenues de la Société et représentant 0,06 % du capital et 2,18 % des droits de vote théorique de la Société ; et
- 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles.

Il est précisé que :

- l'Initiateur, qui détient l'intégralité des BSAANE détenus par le Concert, n'a pas l'intention d'exercer les BSAANE exerçables préalablement à l'ouverture de l'Offre et, en conséquence, n'apportera pas à l'Offre les Actions nouvelles auxquelles ces BSAANE donnent droit ;
- les membres du Concert, qui détiennent des Actions de Préférence Gratuites, se sont engagés à convertir l'intégralité des Actions de Préférence Gratuites détenues par le Concert mais n'apporteront pas à l'Offre les Actions auxquelles les Actions de Préférence Gratuites leur donnent droit.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non-détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert, à la date du Projet de Note en Réponse :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 4.371.268 Actions¹² ;
- qui seront susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de la conversion des Actions de Préférence Gratuites¹³, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 93.420 Actions,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre maximal d'Actions visées par l'Offre égal à 4.464.688 .

Il est précisé que les cadres dirigeants de la Société et titulaires des 509.300 BSAANE (soit la totalité des BSAANE émises et non détenues par l'Initiateur), se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par ces cadres dirigeants ne sont pas visés par l'Offre.

¹² Sur la base des informations publiées par la Société sur son site internet au 30 septembre 2021 conformément à l'article 223-16 du RGAMF, soit 7.741.0001 Actions représentant 9.262.435 droits de vote théoriques et 7.042 Actions de Préférence Gratuites représentant 301.500 droits de vote théoriques.

¹³ A l'exclusion des 4.624 Actions de Préférence Gratuites détenues par les membres du Concert qui se sont engagés à ne pas apporter à l'Offre les Actions susceptibles de résulter de leur conversion.

1.5 Situation des bénéficiaires d'Actions de Préférence Gratuites

À la connaissance de la Société, le 20 décembre 2016, la Société a mis en place un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence au bénéfice de certains dirigeants et salariés du groupe Prodware (le « **Plan d'Actions de Préférence Gratuites** »), dont la période d'acquisition s'est achevée le 20 décembre 2017.

Depuis le 20 juin 2021, date à laquelle est arrivée à son terme la période de performance à laquelle les Actions de Préférence Gratuites étaient soumises, et jusqu'au 20 juin 2027, les Actions de Préférence Gratuites sont convertibles en Actions sur décision de leurs bénéficiaires. Chaque Action de Préférence donne droit à quarante-cinq (45) Actions.

Les Actions de Préférence Gratuites étant stipulées incessibles, leurs bénéficiaires ne peuvent les céder dans le cadre de l'Offre. En revanche, les bénéficiaires peuvent librement décider, préalablement à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, de convertir leurs Actions de Préférence Gratuites en Actions afin de pouvoir apporter ces dernières à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte.

L'Initiateur n'envisage pas de proposer aux bénéficiaires d'Actions de Préférence Gratuites n'ayant pas converti leurs Actions de Préférence Gratuites en Actions et apporté lesdites Actions à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, un mécanisme de liquidité leur permettant de céder les Actions susceptibles de leur être remises à raison de la conversion de leurs Actions de Préférence Gratuites postérieurement à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, l'Offre Réouverte.

1.6 Situation des bénéficiaires de BSAANE

À la connaissance de la Société, la Société a procédé à plusieurs émissions de bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles et/ou existantes (les « **BSAANE** ») dont les principaux termes et conditions sont décrits ci-après :

Nature des instruments financiers émis	Date d'émission	Nombre maximum d'Actions potentielles	Prix d'exercice	Echéance
BSAANE	14 mars 2016	536.000	8,10 €	14 mars 2026
BSAANE	28 avril 2017	510.000	8,10 €	28 avril 2017
BSAANE	30 juin 2017	560.000	8,32 €	30 juin 2027
BSAANE	16 octobre 2018	363.300	13,19 €	16 octobre 2028
Total	-	1.969.300	-	-

Il est précisé que l'Initiateur détient, à la date du Projet de Note en Réponse, 1.460.000 BSAANE.

Les BSAANE étant stipulés incessibles, leurs bénéficiaires ne peuvent les céder dans le cadre de l'Offre. En revanche, les bénéficiaires peuvent librement décider, préalablement à la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, d'exercer leurs BSAANE et de détenir les Actions nouvelles auxquelles ceux-ci donnent droit afin de pouvoir apporter ces dernières à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, étant toutefois précisé que les BSAANE émis le 16 octobre 2018 ne sont exerçables qu'à compter du 1^{er} janvier 2022.

Il est précisé que les cadres dirigeants de la Société et titulaires des 509.300 BSAANE (soit la totalité des BSAANE émises et non détenues par l'Initiateur), se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par ces cadres dirigeants ne sont pas visés par l'Offre.

1.7 Modalités de l'Offre

L'Offre a été déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF le 25 octobre 2021. La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 3 novembre 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.prodwaregroup.com/investisseurs).

En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du RGAMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.prodwaregroup.com/investisseurs).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF.

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

1.8 Procédure d'apport à l'Offre

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

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties et détenues sous forme nominative administré ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte). Par conséquent, les actionnaires détenant leurs Actions sous forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion sous forme nominative administré ou au porteur de ces Actions afin de les apporter à l'Offre. L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des Actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre, devront délivrer un ordre d'apport à l'Offre de leurs Actions à un intermédiaire financier, conformément aux formules standards fournis par leur intermédiaire financier au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

En application de l'article 232-2 du RGAMF, les ordres d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) des Actions pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre incluse (ou, le cas échéant, la date de clôture de l'Offre Réouverte). Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

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

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

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

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les Actions seront apportées à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre. Cette date de règlement-livraison

sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Growth. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

1.9 Publication des résultats et règlement livraison de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-3 du RGAMF, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Growth indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des titres et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des Actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

À la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), les Actions apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Les intermédiaires créditeront le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

1.10 Régime fiscal de l'Offre

Le régime fiscal de l'Offre est décrit à la Section 2.16 du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

2.1 Composition du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de Prodware est actuellement composé de six membres comme suit :

- Monsieur Philippe Bouaziz, Président ;
- Monsieur Alain Conrard, administrateur ;
- Monsieur Stéphane Conrard, administrateur ;
- Madame Klara Fouchet, administratrice ;
- Madame Viviane Neiter*, administratrice ; et
- Monsieur Jean-Gérard Bouaziz, administrateur.

* Administrateur indépendant

Le Conseil ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III° du RGAMF n'étaient pas réunies, de sorte qu'aucun comité *ad hoc* n'a été désigné.

Par conséquent, la nomination de l'expert indépendant a été soumise à l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-

08.

2.2 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 2 novembre 2021 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé suivant, adopté à l'unanimité des membres présents et représentés ayant participé au vote de la délibération, étant précisé que MM. Stéphane Conrard, Philippe Bouaziz et Alain Conrard ont voté dans le sens du vote de l'administrateur indépendant, est reproduite ci-dessous :

*« Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Président rappelle que le Conseil ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III° du RGAMF ne sont pas réunies, de sorte qu'aucun comité ad hoc n'a été désigné.

Par conséquent, la nomination de l'expert indépendant a été soumise à l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08. L'AMF, par courrier du 22 octobre 2021, a confirmé ne pas s'opposer à cette nomination.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil les documents suivants :

- ✓ *le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 25 octobre 2021 (le « **Projet de Note d'Information** »), contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- ✓ *le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;*
- ✓ *l'avis rendu par le Comité Social et Economique de la Société (« **CSE** ») en date du 21 octobre 2021 ; et*
- ✓ *le rapport en date du 2 novembre 2021 du cabinet Finexsi agissant en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1, I- 2 et 4 du RGAMF et représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.*

Le Conseil a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres, étant précisé que Messieurs Philippe Bouaziz, Alain Conrard et Stéphane Conrard, se sont engagés à voter dans le sens de l'administrateur indépendant.

1.1. Résumé des diligences accomplies et conclusions de l'Expert Indépendant

1.1.1 Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application des dispositions de l'article 261-1, I- 2 et 4 du RGAMF, la désignation d'un expert indépendant, compte tenu notamment des liens entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société et des accords conclus dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil s'est réuni le 13 septembre 2021 et étudié les propositions d'intervention des cabinets d'expertise ayant été contactés. Il a ainsi été procédé à une revue approfondie du profil des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'Expert Indépendant en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Conseil, après en avoir délibéré, ont décidé de nommer, sur proposition de l'administratrice indépendante, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I.- 2 et 4 du RGAMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience. Le Conseil ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet Finexsi était récemment intervenu, a en particulier constaté qu'il intervenait régulièrement sur ce type d'opérations et offrait toutes les garanties, tant en termes d'indépendance, de compétence et de moyens, pour exercer la mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, a accepté le principe de cette nomination en qualité d'Expert Indépendant, et a certifié qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

1.1.2 Interactions entre le Conseil d'administration et l'Expert Indépendant

Le Conseil, en l'absence de Comité ad hoc, s'est assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Le Conseil indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

L'Expert indépendant a notamment pu échanger avec le Directeur général délégué, Mr Stéphane Conrard ou ses collaborateurs, au cours de réunions intervenues le 27 septembre, les 4, 6 et 18 octobre ainsi qu'à l'occasion de différents échanges téléphoniques et mails.

Les thèmes abordés au cours de ces réunions ont principalement porté sur :

- *La revue approfondie du plan d'affaires établi par la Société et les hypothèses retenues pour son établissement ;*
- *La compréhension des évolutions marché et du business model de Prodware ;*
- *La revue des impairment tests ;*
- *Les projets de comptes semestriels 2021 et les hypothèses retenues pour son établissement ;*
- *L'ajustement de la dette nette etc.*

Le Conseil s'est effectivement assuré que l'Expert Indépendant avait eu accès au plan d'affaires 2021 établi par le Comité de Direction de la Société et finalisé en septembre 2021. Au cours de la séance, le Directeur général délégué a présenté les termes du plan d'affaires 2021 qui ont été examinés par le Conseil.

Ce plan d'affaires, qui a fait l'objet d'une revue par l'Expert Indépendant, constitue à la connaissance du Conseil les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société. Il tient compte des provisions effectuées par la Société et ayant impacté ses résultats, tel qu'annoncé au public le 13 octobre 2021. Par ailleurs, la Société envisage de procéder à des dépréciations exceptionnelles des immobilisations incorporelles sur 2021 et 2022¹⁴.

Le Conseil a constaté qu'aucune question ou remarque d'actionnaires concernant l'Offre n'a été adressée au Conseil ou à l'Expert Indépendant, en ce compris par l'intermédiaire de l'AMF.

1.1.3 Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Conseil et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet Finexsi a remis son rapport le 2 novembre 2021.

Les caractéristiques de l'Offre ci-dessous sont rappelées, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Conseil pour établir sa recommandation :

- *Le Concert détient, directement et indirectement 2.980.715 Actions représentant 4.176.196 droits de vote théoriques de la Société, représentant 38,47 % du capital et 43,66 % des droits de vote théoriques de la Société (sur la base du capital social de la Société au 30 septembre 2021), ainsi que 4.624 actions de préférence gratuites¹⁵ donnant droit en cas de conversion à 208.080 Actions, et 1.460.000 bons de souscription d'actions nouvelles ou à émettre (BSAANE), étant précisé que l'Initiateur n'envisage pas d'acquérir des Actions sur le marché au cours de l'Offre ;*
- *l'Offre vise la totalité des Actions de la Société d'ores et déjà émises ou susceptibles d'être émises ou remises avant la date estimée de clôture de l'Offre à raison de la conversion des actions de*

¹⁴ Tel que cela est détaillé à la section 3 du Projet de Note d'information

¹⁵ Chaque action de préférence gratuite donne droit, depuis le 20 juin 2021, à 45 droits de vote.

préférences gratuites, à l'exception (i) des 2.980.715 Actions détenues par le Concert, (ii) des 208.080 Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des Actions de Préférence Gratuites détenus par le Concert, (iii) des 1.460.000 Actions pouvant résulter de l'exercice des BSAANE détenus par le Concert et (iv) des 509.300 Actions susceptibles d'être émises résultant de l'exercice des BSAANE détenus par des cadres dirigeants de la Société, ces derniers s'étant engagés à ne pas apporter à l'Offre les Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice de leur BSAANE ;

- l'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF ;
- des traités d'apport ont été conclus entre les Associés Historiques et l'Initiateur portant sur un total de 1.723.164 Actions (y compris 208.080 Actions résultant de la conversion des Actions de Préférences Gratuites). Les Apports seront réalisés à la valeur réelle, étant précisé que les apports seront réalisés sur la base du prix d'Offre (soit 8,80 euros par Action) ;
- dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires d'acquérir les Actions de la Société qu'ils détiennent en contrepartie, pour une Action de la Société, d'une somme en numéraire de 8,80 euros ;
- l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF dans l'hypothèse où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- les intentions de l'Initiateur, telles que celles-ci sont décrites dans le Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil.

L'Expert Indépendant résume ainsi les conclusions de son rapport :

« En ce qui concerne l'actionnaire de PRODDWARE

La présente Offre Publique d'Achat est une offre volontaire, sans intention de retrait obligatoire de la part de l'Initiateur. Elle donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de PRODDWARE qui le souhaitent, avec une prime de 66% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 69,2% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce.

S'agissant d'une offre de liquidité, l'actionnaire qui le souhaite peut également conserver ses titres s'il anticipe une évolution favorable de la Société du fait de la mutation stratégique.

Le Groupe PRODDWARE présente un profil de risque relativement élevé en raison de son niveau d'endettement, de la mutation du business model initiée par le management et des difficultés rencontrées dans le secteur en termes de recrutement.

Le critère du DCF, retenu à titre principal, est selon nous le plus à même de refléter la mutation du business model. Le prix d'Offre est proche de la valeur centrale de 8,49 € extériorisée par ce critère, dont la mise en œuvre est fondée sur un plan d'affaires qui repose sur une croissance limitée des revenus, une érosion de la marge d'EBIT sur l'horizon explicite (du fait de la transition vers le mode Saas) par rapport à l'historique et une génération de cash-flow supérieure à celle constatée historiquement en raison d'une réduction significative des Capex (laquelle résulte de la décroissance du On premise). Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management et factorise une partie du risque de réalisation apparaît donc globalement équilibré. Sur ces bases, le prix d'Offre « immunise » l'actionnaire du risque lié à la mutation du business model.

Concernant les méthodes analogiques, présentées à titre secondaire, nous observons que celles-ci encadrent le prix d'Offre. Celui-ci fait ressortir des primes sur les valeurs extériorisées par les comparables boursiers et des décotes sur les valeurs extériorisées par les transactions comparables, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur. Ces méthodes apparaissent toutefois difficiles à mettre en œuvre pour les raisons exposées ci-avant (comparabilité des échantillons, mutation du business model...).

Le prix d'Offre est également encadré par les objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2021, et avant l'annonce de l'Offre.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le pacte d'actionnaires, (ii) les traités d'apports, (iii) l'emprunt obligataire PHAST INVEST, (iv) l'Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, (v) l'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODWARE, et (vi) les engagements de non-apport à l'Offre, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 8,80€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PRODWARE. »

L'Expert Indépendant fait également le constat de l'absence de question ou observation d'actionnaires minoritaires, y compris par l'intermédiaire de l'AMF.

1.2. Avis motivé du Conseil

Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre mentionnés ci-dessus, le Conseil constate les éléments suivants:

- ***S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)***

Le Conseil constate que :

- *Le Concert détient (i) 2.980.715 Actions, représentant 38,47 % du capital et 43,67 % des droits de vote théoriques de la Société, (ii) 4.624 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 Actions représentant 0,06 % du capital et 2,18 % des droits de vote théoriques de la Société ; et (iii) 1.460.000 BSAANE donnant droit, en cas d'exercice, à 1.460.000 Actions nouvelles, étant précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions supplémentaires sur le marché au cours de la période d'Offre ;*
- *l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF dans l'hypothèse où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société. L'Initiateur se réserve néanmoins la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte.*
- *Les Associés Historiques se sont engagés à apporter à l'Initiateur total de 1.723.164 Actions. Les apports seront réalisés à la valeur réelle sur la base du prix d'Offre (soit 8,80 euros par Action).*

Le Conseil note également que les intentions de l'Initiateur, telles que celles-ci sont décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :

- *en matière de stratégie (politique, industrielle, commerciale et financière), l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de poursuivre les la stratégie de croissance de la Société ;*
- *en matière de fusion ou réorganisation juridique, l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de fusionner avec la Société ou de procéder à toute autre forme de réorganisation ;*
- *en matière de composition du Conseil d'administration, l'Initiateur a indiqué avoir pour objectif de prendre le contrôle de la Société. Ainsi un pacte d'actionnaires a été conclu entre les Associés Historiques et l'Initiateur aux fins d'établir les règles de gouvernance de la Société (le « **Pacte** »). Les modifications qui seraient apportées à la gouvernance de la Société en cas de succès de l'Offre sont ainsi décrites à la section 1.3.1.3 du Projet de Note d'Information ;*
- *l'Initiateur a rappelé être une société holding qui ne détient pas de participations opérant dans des secteurs d'activités connexes à ceux de Prodware. Par conséquent, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative (de coûts ou de revenus) dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur ;*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. Celle-ci sera déterminée conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.*

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Conseil confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

➤ **S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires**

Le Conseil constate que l'Initiateur propose d'acquérir les Actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie, pour une action de la Société apportée à l'Offre, d'une somme en numéraire de 8,80 euros.

Le Conseil a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre et du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Conseil relève notamment que l'Offre permet aux actionnaires d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par Action faisant ressortir des primes de (i) 66,0 % par rapport au dernier cours de clôture avant la date de l'annonce de l'Offre, soit le 19 octobre 2021 et de (ii) respectivement 75,7 %, 66,5 % et 50,3 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60 et 180 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre.

Le Conseil constate, qu'aux termes du rapport établi par l'Expert Indépendant et de l'analyse suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre telle qu'initiée par l'Initiateur sur les Actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

L'Expert Indépendant a également conclu que les analyses des accords conclus dans le cadre de l'Offre (notamment dans le cadre des Apports) n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Le Conseil constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant.

➤ **S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés**

Le Conseil note qu'en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite de l'activité et de développement des activités de la Société.

Le Conseil relève par ailleurs que l'Initiateur a indiqué dans ses intentions décrites dans le Projet de Note d'Information :

- *ne pas envisager de fusionner avec la Société ou de procéder à toute autre forme de réorganisation ;*
- *que l'Offre n'aura pas d'incidence particulière sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
- *qu'il n'anticipe pas aucune synergie significative (de coûts ou de revenus) dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur, dans la mesure où l'Initiateur est un holding qui ne détient pas de participations opérant dans des secteurs d'activités connexes à ceux de Prodware.*

(...)

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil, au vu des éléments précités et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur (iii) de l'avis du CSE et (iv) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les

conditions financières de l'Offre, étant précisé que les Associés Historiques votent dans le sens du vote de l'administrateur indépendant :

- **considère** que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - de la Société, notamment dans la mesure où l'Initiateur n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;
 - de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant ; et
 - de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et a reçu un avis positif du CSE ;
- **recommande**, en conséquence, aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ; et
- **donne** tous pouvoirs au Directeur général Délégué à l'effet de finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

L'extrait du procès-verbal concernant les intentions d'apport à l'Offre des membres du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

<i>Nom</i>	<i>Fonction</i>	<i>Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé</i>	<i>Intention</i>
<i>Madame Klara Fouchet</i>	<i>Administrateur</i>	<i>12 578</i>	<i>Apport à l'Offre</i>
<i>Madame Viviane Neiter</i>	<i>Administrateur</i>	<i>0</i>	<i>n/a</i>
<i>Monsieur Jean-Gérard Bouaziz</i>	<i>Administrateur</i>	<i>4 450</i>	<i>Apport à l'Offre</i>

4. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, le comité social et économique de l'unité économique et sociale de Prodware (le « **Comité Social et Economique** ») a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société et a rendu le 21 octobre 2021 un avis sur le projet d'Offre.

Le Comité Social et Economique n'a pas désigné d'expert-comptable en application des dispositions de l'article L. 2312-45 du Code du travail.

L'avis du Comité Social et Economique est reproduit dans son intégralité en Annexe 1, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF et de l'article L. 2312-46 du Code du travail.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 2 novembre 2021 est reproduite ci-après :

« En ce qui concerne l'actionnaire de PRODWARE

La présente Offre Publique d'Achat est une offre volontaire, sans intention de retrait obligatoire de la part de l'Initiateur. Elle donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de PRODWARE qui le souhaitent, avec une prime de 66% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 69,2% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce.

S'agissant d'une offre de liquidité, l'actionnaire qui le souhaite peut également conserver ses titres s'il anticipe une évolution favorable de la Société du fait de la mutation stratégique.

Le Groupe PRODWARE présente un profil de risque relativement élevé en raison de son niveau d'endettement, de la mutation du business model initiée par le management et des difficultés rencontrées dans le secteur en termes de recrutement.

Le critère du DCF, retenu à titre principal, est selon nous le plus à même de refléter la mutation du business model. Le prix d'Offre est proche de la valeur centrale de 8,49 € extériorisée par ce critère, dont la mise en œuvre est fondée sur un plan d'affaires qui repose sur une croissance limitée des revenus, une érosion de la marge d'EBIT sur l'horizon explicite (du fait de la transition vers le mode Saas) par rapport à l'historique et une génération de cash-flow supérieure à celle constatée historiquement en raison d'une réduction significative des Capex (laquelle résulte de la décroissance du On premise). Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management et factorise une partie du risque de réalisation apparaît donc globalement équilibré. Sur ces bases, le prix d'Offre « immunise » l'actionnaire du risque lié à la mutation du business model.

Concernant les méthodes analogiques, présentées à titre secondaire, nous observons que celles-ci encadrent le prix d'Offre. Celui-ci fait ressortir des primes sur les valeurs extériorisées par les comparables boursiers et des décotes sur les valeurs extériorisées par les transactions comparables, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies

pour l'acquéreur. Ces méthodes apparaissent toutefois difficiles à mettre en œuvre pour les raisons exposées ci-avant (comparabilité des échantillons, mutation du business model...).

Le prix d'Offre est également encadré par les objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2021, et avant l'annonce de l'Offre.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le pacte d'actionnaires, (ii) les traités d'apports, (iii) l'emprunt obligataire PHAST INVEST, (iv) l'Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, (v) l'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODWARE, et (vi) les engagements de non-apport à l'Offre, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 8,80€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PRODWARE. »

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en Annexe 2 du présent Projet de Note en Réponse.

6. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 5.036.227,30 euros, divisé en 7.741.000 actions A et 7.042 actions de préférence B de 0,65 euro de valeur nominale chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Base non-diluée :

Actionnaires	Nombre d'Actions / Actions de Préférence	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
Phast Invest	1.465.631	18,92 %	1.664.606	17,41 %
M. Philippe Bouaziz	1.095.174	14,13 %	1.890.163	19,76 %
M. François Richard	324.492	4,19 %	451.459	4,72 %
M. Alain Conrard	64.063	0,83 %	217.691	2,28 %

Actionnaires	Nombre d'Actions / Actions de Préférence	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
(dont 2.312 (Actions de Préférence Gratuites ¹⁶)				
M. Stéphane Conrard (dont 2.312 Actions de Préférence Gratuites ¹⁷)	24.962	0,32 %	149.340	1,56 %
S&Audit ¹⁸	11.017	0,14%	11.017	
Total Concert¹⁹	2.985.339	38,53%	4.384.276	45,84 %
Public	4.371.268	56,42 %	4.697.222	49,11 %
Public (Actions de Préférence Gratuites ²⁰)	2.076	0,03 %	93.420	0,98 %
Actions auto-détenues	389.017	5,02 %	389.017	4,07 %
Actions de Préférence Gratuites ayant vocation à être annulées	342	0,00 %	-	-
Total	7.748.042	100,00 %	9.563.935	100,00 %

Base entièrement diluée :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
Phast Invest	2.925.631	30,13 %	3.124.606	27,82 %
M. Philippe Bouaziz	1.095.174	11,28 %	1.890.163	16,83 %
M. François Richard	324.492	3,34 %	451.459	4,02 %
M. Alain Conrard	165.791	1,71%	217.691	1,94 %

¹⁶ Chaque Action de Préférence Gratuite donne droit, depuis le 20 juin 2021 à 45 droits de vote.

¹⁷ Chaque Action de Préférence Gratuite donne droit, depuis le 20 juin 2021 à 45 droits de vote.

¹⁸ Société holding dont le capital et les droits de vote sont intégralement détenus par Messieurs Stéphane Conrard et Alain Conrard.

¹⁹ Il est précisé que le calcul des droits de vote est effectué sur la base du capital de la Société au 30 septembre 2021 et ne tient pas compte de la perte des droits de vote double attachés aux Actions apportées à l'Initiateur au résultat de l'apport.

²⁰ Chaque Action de Préférence Gratuite donne droit, depuis le 20 juin 2021 à 45 droits de vote.

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
M. Stéphane Conrard	126.690	1,30 %	149.340	1,33 %
S&Audit ²¹	11.017	0,11%	11.017	0,10%
Total Concert²²	4.648.795	47,87 %	5.844.276	52,03 %
Public	4.973.988	51,22 %	5.299.942	47,19 %
Actions auto-détenues ²³	87.517	0,90 %	87.517	0,78 %
Total²⁴	9.710.300	100,00 %	11.231.735	100,00 %

Les caractéristiques des instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ainsi que leur traitement dans le cadre de l'Offre sont décrits à la section 1.5 et 1.6 du Projet de Note en Réponse.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception de ce qui suit, les statuts de la Société ne prévoient pas de disposition particulière pouvant entraîner des restrictions à l'exercice ou au transfert des actions et des droits de vote de la Société.

6.2.1 Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

En application de l'article 12, IV des statuts de la Société, tout actionnaire, personne physique ou morale, qui vient à posséder ou contrôler, directement ou indirectement, ou encore de concert avec d'autres actionnaires au sens de la loi, 2,5 % au moins du capital et/ou des droits de vote de la société, doit en informer la Société par lettre recommandée avec accusé de réception dans les quinze (15) jours du franchissement du seuil, en indiquant si les actions sont ou non possédées pour le compte, sous le contrôle ou de concert avec d'autres personnes physiques ou morales. Cette notification est renouvelée pour la détention de chaque fraction additionnelle de 2,5 % du capital et/ou des droits de vote jusqu'au seuil du cinquième du capital ou des droits de vote.

²¹ Société holding intégralement détenue par Messieurs Stéphane Conrard et Alain Conrard.

²² Il est précisé que le calcul des droits de vote est effectué sur la base du capital de la Société au 30 septembre 2021 et ne tient pas compte de la perte des droits de vote double attachés aux Actions apportées à l'Initiateur au résultat de l'apport.

²³ En prenant pour hypothèse que les 301.500 Actions résultant de la conversion des Actions de Préférence Gratuites ont été libérées par des actions existantes.

²⁴ Sur la base d'un capital entièrement dilué, compte tenu des 2.270.800 Actions pouvant être émises au résultat de l'exercice des Actions de Préférence Gratuites et de l'exercice des BSAANE en circulation au 30 septembre 2021.

La déclaration visée au présent paragraphe est aussi effectuée, dans les mêmes conditions, en cas de franchissement à la baisse d'un seuil précédemment déclaré.

En cas de non-respect de l'obligation prévue au premier alinéa du présent paragraphe, la sanction légale comportant privation du droit de vote est appliquée sur simple demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital et/ou des droits de vote au moins égale à 2,5 %.

Transfert d'Actions

En application de l'article 12, I des statuts de la Société, les Actions sont librement négociables, sauf dispositions légales, réglementaires ou statutaires contraires.

Les Actions De Préférence Gratuites sont incessibles, à l'exception des cessions au profit d'établissement de crédit dans le cadre d'une convention de nantissement.

Droits de vote double

Les Actions de la Société bénéficient d'un droit de vote double en application de l'article 13, I des statuts de la Société dès lors qu'il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux (2) ans au moins, au nom du même actionnaire.

Chaque Action de Préférence Gratuite donne droit, depuis le 20 juin 2021 à 45 droits de vote.

6.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote

A l'exception des accords décrits à la section 1.3, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres accords signés entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

6.3 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

A l'exception des accords décrits à la section 1.3, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucune autre convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

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

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme indiqué à la section 6.1 ci-dessus.

Le 10 février 2021, la Caisse des dépôts et consignations, indirectement par l'intermédiaire de CDC Croissance, et CDC Croissance ont informé Prodware avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 2,5 % des droits de vote de la société Prodware le 1^{er} février 2021.

Les membres du Concert ont déclaré par courrier auprès de la Société, en date du 22 octobre 2021, avoir franchi à la hausse, le 20 octobre 2021, les seuils statutaires de 2,5 % entre 2,5 % et 37,5 % du capital et 42,5% des droits de vote de la Société, en conséquence de la signature du Pacte.

À la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, aucune autre déclaration de franchissement de seuils et d'intentions n'a été déposée auprès de l'AMF et/ou de la Société depuis le 31 décembre 2020.

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

À l'exception des détenteurs d'Actions de Préférence Gratuites, a connaissance de la Société, il n'existe pas à la date du Projet de Note en Réponse d'autres titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit au plus ; les personnes âgées de plus de 80 ans ne pouvant être administrateurs.

La durée du mandat des administrateurs est fixée à trois ans au plus. Les fonctions prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Ce mandat de représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente; il doit être renouvelé à chaque renouvellement de mandat de celle-ci. Si la personne morale révoque le mandat de son représentant, elle est tenue de notifier cette révocation à la société, sans délai, par lettre recommandée, ainsi

que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès, de démission ou d'empêchement prolongé du représentant permanent.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales, par suite de décès ou de démission, le conseil d'administration peut procéder à une ou à des nominations à titre provisoire. Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. À défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement n'en demeurent pas moins valables. S'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci, ou à défaut le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à l'effet de compléter le conseil. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les administrateurs personnes physiques, de même que les représentants permanents des personnes morales administrateurs, sont soumis aux dispositions des articles L. 225-21 et L. 225-94-1 du Code de commerce relatives à l'exercice simultané de mandats d'administrateurs de sociétés anonymes ayant un siège sur le territoire français et à l'exercice simultané de mandats de directeur général, de membre du directoire, de directeur général unique, d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance de telles sociétés, sous réserve des dispositions de l'article L. 225-95-1 dudit code.

Un salarié de la société peut être nommé administrateur sans perdre le bénéfice de son contrat de travail. Toutefois, le nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans les limites de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations, les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le Conseil d'administration exerce enfin les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

L'article 18 des statuts de la Société prévoit que pour la validité des délibérations du Conseil, le nombre des membres présents doit être au moins égal à la moitié des membres. Les décisions du Conseil

d'administration sont prises à la majorité simple des voix ; en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, les règlements en vigueur et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est précisé ci-après :

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
16 juin 2021 (5 ^{ème} résolution à caractère ordinaire)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L.22-10-62 du Code de commerce	18 mois (16 décembre 2022)	10% du capital social existant à la date de l'assemblée soit 503.622, 73 euros et dans la limite d'un montant total maximum de 5.000.000 euros.	Néant
16 juin 2021 (6 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription et/ou par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes	26 mois (16 août 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 4.000.000 euros ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 40.000.000 euros ⁽²⁾	Néant
16 juin 2021 (7 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance, avec suppression du droit	26 mois (16 août 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 4.000.000 euros ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'une offre au public, à l'exclusion des offres visées au 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier		de titres de créance : 4.000.000 euros ⁽²⁾	
16 juin 2021 (8 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par une offre visée au 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (placement privé)	26 mois (16 août 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : dans la limite de 20% du capital par période de 12 mois ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 40.000.000 euros ⁽²⁾	Néant
16 juin 2021 (9 ^e résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre dans le cadre d'une émission avec ou sans droit préférentiel de souscription (clause d'extension)	26 mois (16 août 2023)	Dans la limite de 15% de l'émission initiale et dans la limite du plafond global de 4.000.000 euros pour les émissions décidées en vertu des 6 ^{ème} à 8 ^{ème} résolutions	Néant
16 juin 2021 (11 ^{ème} résolution à	Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet de procéder à	18 mois	Montant nominal maximum des	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
caractère extraordinaire)	l'émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance avec suppression du DPS au profit d'une catégorie de personnes (investisseurs qualifiés investissant à titre habituel dans les sociétés cotées)	(16 décembre 2022)	augmentations de capital : 4.000.000 euros Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 40.000.000 euros	
16 juin 2021 (12 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes (opérations stratégiques)	18 mois (16 décembre 2022)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 4.000.000 euros Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 40.000.000 euros	Néant
16 juin 2021 (13 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation donnée au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission de bons de souscription d'actions (BSA), de bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles et/ou existantes (BSAANE) avec suppression du DPS au	18 mois (16 décembre 2022)	5% du capital de la Société (tel qu'existant lors de la décision de leur attribution par le Conseil d'administration)	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	profit d'une catégorie de personnes)			
16 juin 2021 (14 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	26 mois (16 août 2023)	Montant nominal maximum : 150.000 euros	Néant

(1) Montant nominal maximum des augmentations de capital de 4.000.000 d'euros (commun entre les 6^{ème} à 9^{ème} résolutions extraordinaires de l'Assemblée Générale du 16 juin 2021), étant précisé qu'à ce montant nominal, s'ajoutera éventuellement, le montant nominal des actions ordinaires de la Société à émettre au titre des ajustements effectués pour protéger les titulaires de droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires.

(2) Montant nominal maximum des titres de créance est de 40.000.000 d'euros (commun entre les 6^{ème} à 9^{ème} résolutions extraordinaires de l'Assemblée Générale du 16 juin 2021).

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

A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun accord matériel en vigueur conclu par la Société susceptible d'être impacté en cas de changement de contrôle de celle-ci, à l'exception du contrat décrit à la section 1.3.5 du Projet de Note en Réponse. Certains contrats conclus par la Société contiennent des clauses standard de changement de contrôle ; la Société n'anticipe cependant pas qu'elles soient mises en œuvre à l'occasion de l'Offre.

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

Par une décision du Conseil d'administration en date du 7 juin 2004, il a été fixé une indemnité de révocation au Directeur Général, M. Alain Conrard, d'un montant équivalent à deux années de rémunération, calculées sur la base de la rémunération brute versée à la date de son départ, hors primes exceptionnelles.

7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.prodwaregroup.com/investisseurs) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de Prodware (45 Quai de la Seine, 75019 Paris) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

M. Stéphane Conrard
Directeur général délégué
Prodware

ANNEXE 1
Avis motivé des membres du CSE

Procès-verbal de la réunion extraordinaire du Comité Social et Economique Prodware du 21 octobre 2021

Convocations adressées à :

✓ Pour les titulaires CSE :

Isaac BALOUKA
Gilles BAUDOIN
Bertrand CANTEGREL
Catherine FROIGNEUX
Thierry GLEMET
Sidney KORSSIA
Youness MERABTI
Isabelle MEYER
Cécile MOREAU
Elisabeth NOE
Ludovic QUEMA
Annaïg TENEAU
Julie THOMAS

✓ Pour les suppléants CSE :

Cécile DENNEQUIN
Franck MITTELBERGER
Abdel Rachid SMATI

Personnes présentes :

✓ Pour les titulaires CSE :

Isaac BALOUKA
Gilles BAUDOIN
Bertrand CANTEGREL
Catherine FROIGNEUX
Thierry GLEMET
Sidney KORSSIA
Isabelle MEYER
Cécile MOREAU
Elisabeth NOE
Ludovic QUEMA
Annaïg TENEAU
Julie THOMAS

✓ Pour les suppléants CSE :

Pour la Direction présence de :

Laurence DUBOIS (DRH) en qualité de Présidente

Invités :

Séance ouverte : 14h04

Ordre du jour :

Avis sur le projet de structuration capitalistique.

Les membres sont réunis ce jour pour rendre leur avis sur le projet de structuration capitalistique qui leur a été présenté lors d'une réunion extraordinaire le mercredi 20 octobre 2021 à 14h par visio conférence.

Question : « Etes-vous favorable au projet de structuration capitalistique tel qu'il vous a été présenté ? »

Pour rappel, les membres du comité social et économique se sont réunis à la suite de l'annonce par Prodware, le 20 octobre dernier, du projet de dépôt par Phast Invest d'une offre publique d'achat sur la totalité des actions ordinaires de la société Prodware.

Phast Invest est une société détenue par Messieurs Philippe Bouaziz, Alain Conrard, Stéphane Conrard et François Richard.

Vote anonyme via un formulaire Forms des membres présents (12) :

Résultat du vote (12) :

Favorable : 11

Défavorable : 0

Abstention : 1

Vote favorable à la majorité des membres présents.

Suspensions de séance :

Séance levée à : 14h15

Le secrétaire



Ludovic QUEMA

ANNEXE 2
Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat initiée par PHAST INVEST
visant les actions de PRODWARE

2 novembre 2021



Sommaire

1. Présentation de l'Opération	6
1.1. Sociétés concernées par l'Opération.....	6
1.1.1. Présentation de la société initiatrice.....	6
1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.2. Présentation de l'Offre.....	8
1.2.1. Contexte et motifs de l'Offre.....	8
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	9
1.2.3. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société.....	9
1.2.4. Acquisitions de titres de la Société par l'Initiateur et les autres membres du Concert au cours des douze derniers mois.....	9
1.3. Stratégie et politiques industrielle, commerciale et financière	9
1.4. Synergies	10
1.5. Gouvernance - Composition des organes sociaux	10
1.6. Orientations en matière d'emploi.....	10
1.7. Fusion - Autres réorganisations.....	10
1.8. Retrait obligatoire	10
1.9. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	11
1.9.1. Pacte d'actionnaires	11
1.9.2. Traité d'apport	11
1.9.3. Emprunt Obligataire.....	11
1.9.4. Engagement contractuel	12
1.9.5. Avenant à la documentation de financement existante	12
1.9.6. Engagements de non-apport à l'Offre	12
2. Déclaration d'indépendance	13
3. Diligences effectuées	13
4. Présentation des activités et de l'environnement économique de PRODWARE	16
4.1. Présentation de la société PRODWARE	16
4.1.1. Rappel de l'historique.....	16
4.2. Présentation des activités de PRODWARE.....	18
4.2.1. Organigramme du groupe PRODWARE	18
4.2.2. La présence du groupe PRODWARE.....	19



4.2.3.	Les offres de PRODDWARE	21
4.3.	Caractéristiques de l'environnement opérationnel de PRODDWARE.....	25
4.3.1.	Présentation du marché des services informatiques	25
4.3.2.	Éléments structurants du marché	29
4.3.3.	Impact de la crise de la Covid-19 et perspectives du marché à plus long-terme ...	30
4.4.	Analyse financière de PRODDWARE	32
4.4.1.	Compte de résultat du Groupe sur la période 2016 - 2020	32
4.4.2.	Bilan du Groupe sur la période 2016 - 2020	35
4.4.3.	Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2016 - 2020	40
4.4.4.	Activité du premier semestre 2021	42
4.5.	Matrice SWOT	46
5.	Evaluation des actions de la société PRODDWARE	47
5.1.	Méthodes d'évaluation écartées.....	47
5.1.1.	Actif net comptable consolidé.....	47
5.1.2.	Actif net comptable réévalué	47
5.1.3.	Actualisation des dividendes futurs.....	48
5.1.4.	Valeur liquidative	48
5.2.	Méthodes d'évaluation retenues.....	48
5.3.	Données de référence de la société PRODDWARE.....	49
5.3.1.	Nombre de titres retenu.....	49
5.3.2.	Dette financière nette	49
5.4.	Mise en œuvre de la valorisation PRODDWARE.....	51
5.4.1.	Analyse du cours de bourse de PRODDWARE (à titre principal).....	51
5.4.2.	L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	55
5.4.3.	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).....	59
5.4.4.	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire).....	63
5.4.5.	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	66
6.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	68
6.1.	Pacte d'actionnaires	68
6.2.	Traité d'apport	70
6.3.	Emprunt obligataire PHAST INVEST	71
6.4.	Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT	72



6.5. L'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODWARE	73
6.6. Engagements de non-apport à l'Offre.....	75
6.7. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance	75
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur.....	76
7.1. Choix des critères d'évaluation.....	76
7.2. Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	77
7.2.1. Données de références	77
7.2.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	78
7.2.3. Analyse du cours de bourse.....	78
7.2.4. Méthode des comparables boursiers	79
7.2.5. Méthode des transactions comparables	79
7.2.6. Objectif de cours des analystes	80
7.2.7. Référence à l'actif net comptable.....	80
8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre.....	81
8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de PRODWARE.....	81
8.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre.....	81
9. Annexes	84
9.1. Présentation de FINEXSI et de la mission	84



Contexte de l'Offre

PRODWORD (ci-après « le Groupe » ou « PRODWORD ») est spécialisé dans l'édition, l'intégration de logiciels de gestion, la conception, l'ingénierie et le déploiement de systèmes d'information décisionnels, ainsi que la conception et la mise en œuvre d'applications réseaux et de sécurisation. La société PRODWORD SA (ci-après « la Société ») est la société de tête du Groupe considéré comme le premier partenaire de MICROSOFT sur la zone EMEA et comprenant environ 15 filiales situées en France et en Europe. Le Groupe accompagne les entreprises et notamment les PME/ETI dans leurs processus d'innovation et de transformation digitale.

Depuis le 7 avril 2006, les actions PRODWORD sont cotées sur le marché ALTERNEXT (devenu EURONEXT GROWTH) d'EURONEXT PARIS.

La présente opération d'offre publique d'achat volontaire au prix de 8,80€ par action PRODWORD en numéraire (ci-après « l'Offre » ou « l'Opération »), initiée par la société PHAST INVEST (ci-après « l'Initiateur »), agissant de concert (ci-après « le Concert ») avec les associés de l'Initiateur à savoir Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD, Stéphane CONRARD, François RICHARD et S&AUDIT¹ (ci-après « les Associés »), vise à permettre à l'Initiateur de prendre le contrôle du Groupe. À ce jour, l'Initiateur détient directement 18,92% du capital de PRODWORD et les Associés environ 20%. Ainsi au 30 septembre 2021, le Concert détient 38,53% du capital et 45,84% des droits de vote théoriques de la Société, 4.624 actions de préférence gratuites donnant droit, lors de leur conversion, à 208.080 actions ordinaires et 1.460.000 BSAANE² donnant droit, en cas d'exercice, au même nombre d'actions ordinaires.

L'Offre porte sur la totalité des actions non encore détenues par le Concert soit un nombre maximum de 4.464.688 actions, correspondant (i) aux 4.371.268³ actions déjà émises (représentant 56,42% du capital) et aux 93.420 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Opération à raison de la conversion des actions de préférence gratuites attribuées à certains dirigeants et salariés du Groupe.

Il est précisé que les titulaires de la totalité des BSAANE émis et non détenus par l'Initiateur (509.300 BSAANE), se sont engagés irrévocablement en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 actions ordinaires. Il est à noter que les actions de préférence gratuites et les BSAANE en circulation ne sont pas cessibles et ne sont pas visés par l'Offre.

Dans ce contexte, nous avons été désignés par le Conseil d'administration de PRODWORD en date du 13 septembre 2021, sur proposition de l'administratrice indépendante, en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette nomination a été effectuée sur le fondement des articles 261-1-I 2° et 4° du Règlement Général de l'AMF. Le Conseil d'administration de la Société ne comptant qu'une seule administratrice indépendante parmi ses membres, aucun comité ad hoc n'a pu être constitué, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1 III° du Règlement Général de l'AMF n'étant pas réunies.

¹ Société *holding* intégralement détenue par Messieurs Stéphane CONRARD et Alain CONRARD.

² Bon de souscription et/ou d'acquisition d'actions nouvelles et/ou existantes.

³ Sur la base du nombre d'actions au 30 septembre 2021, et hors auto-contrôle (cf. §1.1.2)



Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par PRODWARE et BANQUE DEGROOF PETERCAM SA en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (ci-après « l'Etablissement Présentateur »). Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

1. Présentation de l'Opération

1.1. Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1. Présentation de la société initiatrice

PHAST INVEST est une société par actions simplifiée de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris, sous le numéro 529 545 204, et dont le siège social est situé au 22 avenue de Versailles, 75016 Paris.

Il est à noter que PHAST INVEST est détenue à parts égales par Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD et son Président, Stéphane CONRARD. Ces derniers sont également actionnaires directement en tant que personnes physiques de la société PRODWARE à hauteur d'environ 15%.

Au 30 septembre 2021, PHAST INVEST détient 18,92% du capital de PRODWARE et 17,41% des droits de vote théoriques.

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

PRODWARE est une société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris, sous le numéro 352 335 962. Son siège social est situé au 45 quai de la Seine, 75019 Paris.

La Société a été créée en 1989 et a été introduite en bourse le 7 avril 2006. Depuis cette date, les actions de la Société sont cotées sur le marché ALTERNEXT (devenu EURONEXT GROWTH) d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR0010313486 ou ALPRO).

Au 31 décembre 2020, son capital social s'élevait à 5.036.227,30€ divisé en 7.741.000 actions A (dites ordinaires) et 7.042 actions de préférence gratuites, toutes d'une valeur nominale de 0,65€. Les actions ordinaires détenues depuis plus de deux ans au nominatif (soit 1.501.760 actions) bénéficient d'un droit de vote double.

Les actions de préférence gratuites ont été définitivement attribuées le 20 décembre 2017. Depuis le 20 juin 2021, chaque action de préférence donne droit à 45 droits de vote compte tenu des conditions de performance.



La répartition du capital et des droits de vote théoriques⁴ de PRODWARE se présente comme suit au 30 septembre 2021 sur une base non diluée :

Tableau 1 - Actionnariat du Groupe au 30 septembre 2021

Actionnaires	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Phast Invest	1 465 631	18,92 %	1 664 606	17,41 %
M. Philippe Bouaziz	1 095 174	14,13 %	1 890 163	19,76 %
M. François Richard	324 492	4,19 %	451 459	4,72 %
M. François Richard (actions de préférence gratuites)	2 312	0,03 %	104 040	1,09 %
M. Alain Conrard	61 751	0,80 %	113 651	1,19 %
M. Alain Conrard (actions de préférence gratuites)	2 312	0,03 %	104 040	1,09 %
M. Stéphane Conrard	33 667	0,43 %	56 317	0,59 %
Total Concert	2 985 339	38,53 %	4 384 276	45,84 %
Public	4 371 268	56,42 %	4 697 222	49,11 %
Public (actions de préférence B)	2 076	0,03 %	93 420	0,98 %
Actions auto-détenues	389 017	5,02 %	389 017	4,07 %
Actions de préférence ayant vocation à être annulées	342	0,00 %	-	-
Total	7 748 042	100,00 %	9 563 935	100,0 %

Source : projet de note d'information

Il est précisé dans le projet de note d'information que l'Initiateur et les Associés agissent de concert. Les actions détenues directement ou indirectement par les Associés et l'Initiateur, soit 2.980.715 actions ordinaires (représentant 38,47% du capital) et 4.624 actions de préférence gratuites donnant droit à 208.080 actions ordinaires, ne sont pas visées par l'Offre.

Les titres de la société objet de l'Offre détenus par les Associés, soit 1.515.084 actions auxquelles s'ajouteront 208.080 actions résultant de la conversion des actions de préférences gratuites, feront l'objet d'un apport en nature par chacun des Associés au profit de l'Initiateur sur la base de la valeur réelle des titres concernés, laquelle sera égale au prix d'Offre. Ces apports seront rémunérés par des actions ordinaires de l'Initiateur. Ces opérations d'apport en nature constituent un accord connexe à l'Offre qui est analysé ci-après au §6.

Compte tenu des conditions de performance au 30 septembre 2021, les 7.042 actions de préférence gratuites en circulation donneraient droit, en cas de conversion, à 301.500⁵ actions ordinaires jusqu'au 20 juin 2027⁶.

⁴ Il est à noter que le calcul des droits de vote au 30 septembre 2021 ne tient pas compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions apportées à l'Initiateur au résultat de l'apport.

⁵ Etant précisé que 342 actions de préférence gratuites ont vocation à être annulées. $(7.042 - 342) \times 45 = 301.500$.

⁶ Les actions de préférence gratuites ne font l'objet d'aucune période d'acquisition ou de conservation et peuvent être librement converties par leurs bénéficiaires jusqu'au 20 juin 2027.



Par ailleurs la société a émis 1.969.300 BSAANE⁷ donnant droit, en cas d'exercice, à l'attribution de 1.969.300 actions ordinaires. L'Initiateur et les Associés détiennent 1.460.000 BSAANE, le solde, soit 509.300 BSAANE, ayant été attribué à certains cadres dirigeants.

1.2. Présentation de l'Offre

1.2.1. Contexte et motifs de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 25 octobre 2021 établi par la société PHAST INVEST :

« [...] Créée en 1989 par M. Philippe Bouaziz, la Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Growth à Paris en 2006. La Société est dirigée par M. Alain Conrard, en qualité de directeur général, et M. Stéphane Conrard en qualité de directeur général délégué. M. Philippe Bouaziz préside le conseil d'administration de la Société, dont MM. Alain Conrard et Stéphane Conrard sont également membres. M. François Richard est co-fondateur de Prodware et exerce la fonction de Directeur des services informatiques du groupe.

Ainsi que plus amplement décrit à la Section 1.3.1 du Projet de Note d'Information, les Associés ont conclu le 20 octobre 2021 un Pacte (tel que ce terme est défini ci-après) constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce, en vue de prendre le contrôle de la Société et poursuivre la stratégie de développement de la Société, tout en offrant une liquidité aux actionnaires de la Société à un prix attractif.

Le prix de l'Offre fait ressortir des primes de :

- *66,0 % par rapport au dernier cours de clôture avant la date de l'annonce de l'Offre, soit le 19 octobre 2021 ;*
- *75,7 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre ;*
- *66,5 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 60 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre ;*
- *50,3 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 180 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre.*

Conformément au Pacte, les Associés se sont engagés à apporter 1.515.084 Actions à l'Initiateur par voie d'apports en nature conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, ainsi que 208.080 Actions qui résulteraient de la conversion des Actions de Préférence Gratuites, sous condition suspensive du succès de l'Offre, à une valeur par Action égale au prix de l'Offre. Ces apports feront l'objet d'un Traité d'Apport (tel que ce terme est défini ci-après) conclu par chacun des Associés et l'Initiateur, qui est plus amplement décrit à la Section 1.3.2 du Projet de Note d'Information ».

⁷ 536.000 BSANE ont été émis le 14 mars 2016 avec un prix d'exercice de 8,10€, 510.000 BSAANE le 28 avril 2017 avec un prix d'exercice de 8,10€, 560.000 BSAANE le 30 juin 2017 avec un prix d'exercice de 8,32€, et 363.300 BSAANE le 16 octobre 2018 avec un prix d'exercice de 13,19€ Ces BSAANE, qui peuvent être exercés jusqu'à 10 ans après leur date d'émission, ne font l'objet d'aucune période d'acquisition ou de conservation.



1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

« À la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, le capital social de la Société s'élève à 5.036.227,30 euros, divisé en 7.741.000 Actions et 7.042 Actions de Préférence Gratuites, toutes entièrement libérées. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 9.563.935 ».

[...]

1.2.3. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

« À la connaissance de l'Initiateur et à la date du présent Projet de Note d'Information, la Société a émis les instruments financiers suivants :

- 7.042 Actions de Préférence Gratuites donnant droit, en cas de conversion, à 301.500 Actions¹⁵. Les Actions de Préférence Gratuites ne font l'objet d'aucune période d'acquisition ou de conservation et peuvent être librement converties par leur bénéficiaire jusqu'au 20 juin 2027. Le plan d'Actions de Préférence Gratuites en vigueur au sein de la Société est décrit à la Section 2.4 du Projet de Note d'Information ; et
- 1.969.300 BSAANE, dont les diverses attributions sont décrites à la Section 2.5 du Projet de Note d'Information.

Ces instruments ne sont pas cessibles et ne sont donc pas visés par l'Offre.

À la connaissance de l'Initiateur et à la date du présent Projet de Note d'Information, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ».

1.2.4. Acquisitions de titres de la Société par l'Initiateur et les autres membres du Concert au cours des douze derniers mois

« À la connaissance de l'Initiateur et à la date du présent Projet de Note d'Information, les membres du Concert n'ont procédé à aucune acquisition d'Actions de la Société au cours des douze derniers mois, ni n'ont conclu de contrat ni n'ont acquis d'instrument leur permettant d'acquérir des titres de la Société à leur seule initiative, à l'exception du Pacte et du Traité d'Apport respectivement décrits à la Section 1.3 du présent Projet de Note d'Information ».

1.3. Stratégie et politiques industrielle, commerciale et financière

« L'Initiateur entend poursuivre la stratégie de croissance de la Société ».



1.4. Synergies

« L'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative (de coûts ou de revenus) dont pourrait bénéficier la Société ou l'Initiateur, dans la mesure où l'Initiateur est un holding qui ne détient pas de participations opérant dans des secteurs d'activités connexes à ceux de Prodware ».

1.5. Gouvernance - Composition des organes sociaux

« L'Initiateur a pour objectif de prendre le contrôle de la Société. Ainsi, en cas de suite positive de l'Offre, l'Initiateur aura atteint le Seuil de Caducité (tel que celui-ci est décrit à la Section 2.6 du présent Projet de Note d'Information) et détiendra donc plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la Société (sur une base pleinement diluée).

Les modifications qui seraient apportées à la gouvernance de l'Initiateur en cas de succès de l'Offre sont décrites à la Section 1.3.1.3 du présent Projet de Note d'Information ».

1.6. Orientations en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite de l'activité et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur sa politique en matière d'emploi.

L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de la Société ».

1.7. Fusion - Autres réorganisations

« L'Initiateur n'envisage pas, à la date du Projet de Note d'Information, de fusionner avec la Société ou de procéder à toute autre forme de réorganisation ».

1.8. Retrait obligatoire

« L'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF dans l'hypothèse où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Initiateur se réserve néanmoins la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. L'Initiateur pourra continuer d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables ».



1.9. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Ces accords seront présentés et analysés en partie §6 du présent rapport.

1.9.1. Pacte d'actionnaires

« Les Associés ont conclu un pacte d'actionnaires le 20 octobre 2021 (le « Pacte »), tel qu'amendé par avenant en date du 25 octobre 2021, qui organise les relations entre les Associés au niveau de l'Initiateur et de la Société pour une durée de huit (8) ans, dont les principaux termes sont résumés à la Section 1.3 du Projet de Note d'Information ».

[...]

1.9.2. Traité d'apport

« Un traité d'apport sera conclu, conformément aux dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce, entre chacun des Associés, en qualité d'apporteurs, et l'Initiateur, en qualité de bénéficiaire (le « Traité d'Apport »), dans les meilleurs délais à compter du succès de l'Offre.

Le Traité d'Apport portera sur un nombre total de 1.515.084 Actions ainsi que 208.080 Actions résultant de l'exercice des Actions de Préférence Gratuites ».

[...]

1.9.3. Emprunt Obligataire

« L'Initiateur a conclu le 20 octobre 2021 avec Tikehau Investment Management (agissant pour le compte de certains fonds qu'elle gère) un contrat de financement pour un montant total de 60 millions d'euros. Dans le cadre de ce financement, l'Initiateur a émis des obligations souscrites par ces fonds, d'une maturité de 7 années (remboursement in fine) et dont le taux d'intérêt est égal à l'Euribor 6 mois majoré d'une marge payable en numéraire égale à 3,50 % et d'une marge capitalisée égale à 1,75 % pouvant être réduite à 1,50 % en fonction du niveau de détention de l'Initiateur dans Prodware (l' « Emprunt Obligataire »).

Ces obligations sont assorties de bons de souscription en actions de l'Initiateur permettant aux fonds d'acquérir, sous certaines conditions, une participation au capital de l'Initiateur pouvant représenter jusqu'à 9,5 %⁸ du capital social de l'Initiateur. Le prix d'exercice de ces BSA correspond par transparence au prix d'Offre de sorte que les fonds Tikehau pourraient percevoir une quote-part de la plus-value éventuelle en cas de sortie de l'Initiateur à un prix supérieur au prix d'Offre ».

⁸ Selon les termes et conditions des BSA annexés au contrat de souscription, la participation maximum que pourrait acquérir Tikehau est de 10,18%. Le projet de note d'information en date du 25 octobre 2021 mentionne pour sa part une participation au capital de l'Initiateur pouvant représenter jusqu'à 9,5%, laquelle correspond à une estimation à la date du projet de note d'information.



1.9.4. Engagement contractuel

« Les Associés ont conclu un engagement contractuel (l' « Engagement ») avec les fonds gérés par Tikehau Investment Management (« Tikehau ») destiné à organiser les modalités de transfert des actions de l'Initiateur que Tikehau sera susceptible de détenir en cas d'exercice des bons de souscription en actions attachés aux obligations souscrites dans le cadre de l'Emprunt Obligataire. Les principaux termes de l'Engagement contractuel sont résumés à la Section 1.3 du Projet de Note d'Information ».

1.9.5. Avenant à la documentation de financement existante

« Tikehau et Prodware ont conclu le 20 octobre 2021 un avenant modifiant les termes et conditions des obligations émises par Prodware en date du 5 août 2021 pour permettre notamment une réduction de la marge applicable au financement levé par Prodware auprès de Tikehau, une augmentation de l'option de capitalisation de la marge cash et une modification des conditions de changement de contrôle ».

1.9.6. Engagements de non-apport à l'Offre

« Les cadres dirigeants de la Société et titulaires des 509.300 BSAANE (soit la totalité des BSAANE émises et non détenues par l'Initiateur), se sont engagés irrévocablement, aux termes d'engagements en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils sont susceptibles de détenir au résultat de l'exercice de leurs BSAANE, soit 509.300 Actions. En conséquence, les Actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par ces cadres dirigeants ne sont pas visés par l'Offre ».



2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

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

3. Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de PRODWARE ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de PRODWARE, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour PRODWARE susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre PRODWARE ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;



- L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées ;
- L'analyse des sociétés cotées comparables ;
- L'analyse des transactions comparables ;
- Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'Etablissement Présentateur de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément à l'alinéa 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions PRODWARE et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

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

Il n'entre pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui pourront lui être communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- le contexte et les modalités de l'Opération ;
- l'activité de PRODWARE, son évolution stratégique et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de PRODWARE afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.



Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur, BANQUE DEGROOF PETERCAM SA, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

Enfin, nous précisons à titre d'information qu'aucun actionnaire minoritaire ne s'est manifesté auprès de nous dans le cadre de la présente Offre.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation des activités et de l'environnement économique de PRODWARE

4.1. Présentation de la société PRODWARE

4.1.1. Rappel de l'historique

Figure 1 - Historique de la société PRODWARE



Sources : Rapport de gestion 2020, site internet de la Société, comptes consolidés 2020, et analyses FINEXSI

En 1989, Philippe BOUAZIZ et François RICHARD ont créé PRODWARE, une entreprise de prestations d'ingénierie logicielle et de mise en place de réseaux informatiques. Dès 1995, le Groupe a noué plusieurs partenariats notamment avec SYBEL & SAARI, racheté la même année par SAGE, afin de développer une première expertise dans l'intégration de progiciels de gestion à destination des petites et moyennes entreprises. Le Groupe est progressivement devenu l'un des premiers intégrateurs SAGE et MICROSOFT DYNAMICS (logiciels de gestion) en France dès 1997. Deux ans plus tard, PRODWARE a signé un second partenariat majeur avec NAVISION (repris par MICROSOFT) permettant d'offrir une couverture exhaustive des besoins des PME en progiciels de gestion.



Dès le début des années 2000, le management a repositionné le Groupe, en passant d'un modèle axé sur les processus industriels et la R&D à un modèle orienté vers les capacités de ventes et de *marketing* en recherchant notamment i) à disposer d'une taille critique en France grâce à une stratégie de croissance externe dynamique (LGSF, SILLAGE, THESIA, DATASOFT, etc.), ii) à étendre sa base de clients, iii) ainsi que son réseau de distribution.

Dès lors, PRODDWARE a progressivement proposé de nouvelles solutions développées en interne, principalement sur la base MICROSOFT au travers d'offres verticales. En effet, bien que la majorité des besoins clients puissent être adressés par des logiciels standardisés (type SAGE ou MICROSOFT DYNAMICS), les spécificités métiers de certains secteurs nécessitent des personnalisations plus abouties et des développements spécifiques. En ce sens, et dans le souci d'éditer ses propres logiciels qui s'intègrent dans des logiciels de gestion plus globaux de type SAGE X3, MICROSOFT DYNAMICS NAV ou AX par exemple, le Groupe a lancé son premier logiciel vertical en 2004 avec NAVILOC, solution destinée aux entreprises évoluant dans le domaine de la location de biens industriels. Entre 2005 et 2006, de nombreuses acquisitions ont également permis de renforcer cette mutation, d'intégrateur à éditeur, avec notamment SYLIANCE, TESCO, M2I, EDIC, 3S, SEFROGI et INTERFACE DATA.

C'est dans ce contexte que les actions PRODDWARE ont été admises sur le marché ALTERNEXT (devenu EURONEXT GROWTH) d'EURONEXT Paris le 7 avril 2006.

Parallèlement, le Groupe a poursuivi ses acquisitions.

Au fil des années, le Groupe est passé d'un profil de distributeur/intégrateur à un profil de vendeur de solutions logicielles à plus forte valeur ajoutée en s'appuyant sur ses propres solutions « Editeur » sur les plateformes existantes MICROSOFT DYNAMICS et .NET.

À partir de 2014, le Groupe s'est réorganisé en segmentant son offre par industrie (*retail*, distribution, services professionnels, services financiers, etc.) avec l'innovation logicielle comme composante différenciante.

Dès 2017, PRODDWARE est devenu un spécialiste sur toute la chaîne de valeur de la transformation digitale, en faisant évoluer son offre (allant de l'édition/intégration, au conseil et aux services *managés*), et ses technologies (migration graduelle du modèle de ventes de licences « *On Premise* » vers l'abonnement *SaaS*, création d'un nouveau modèle *Cloud*, plus de 90% des nouveaux clients étant embarqués en mode *SaaS*). Il est à noter que la crise sanitaire de la Covid-19 a été un catalyseur de l'accélération de la transformation digitale, qui a entraîné une montée en puissance des outils collaboratifs : *SaaS* (expansion de MICROSOFT DYNAMICS 365 en ligne) et *Cloud* (offre d'infrastructure hybride).

Par ailleurs, PRODDWARE a mis fin à la *joint-venture* israélienne RETAIL & DIGITAL VENTURE⁹ en 2018 en récupérant les actifs (logiciels) initialement apportés en 2016 (pour un montant d'environ 61 M€), en réalisant une légère plus-value.

⁹ RETAIL & DIGITAL VENTURE était consolidée par mise en équivalence.

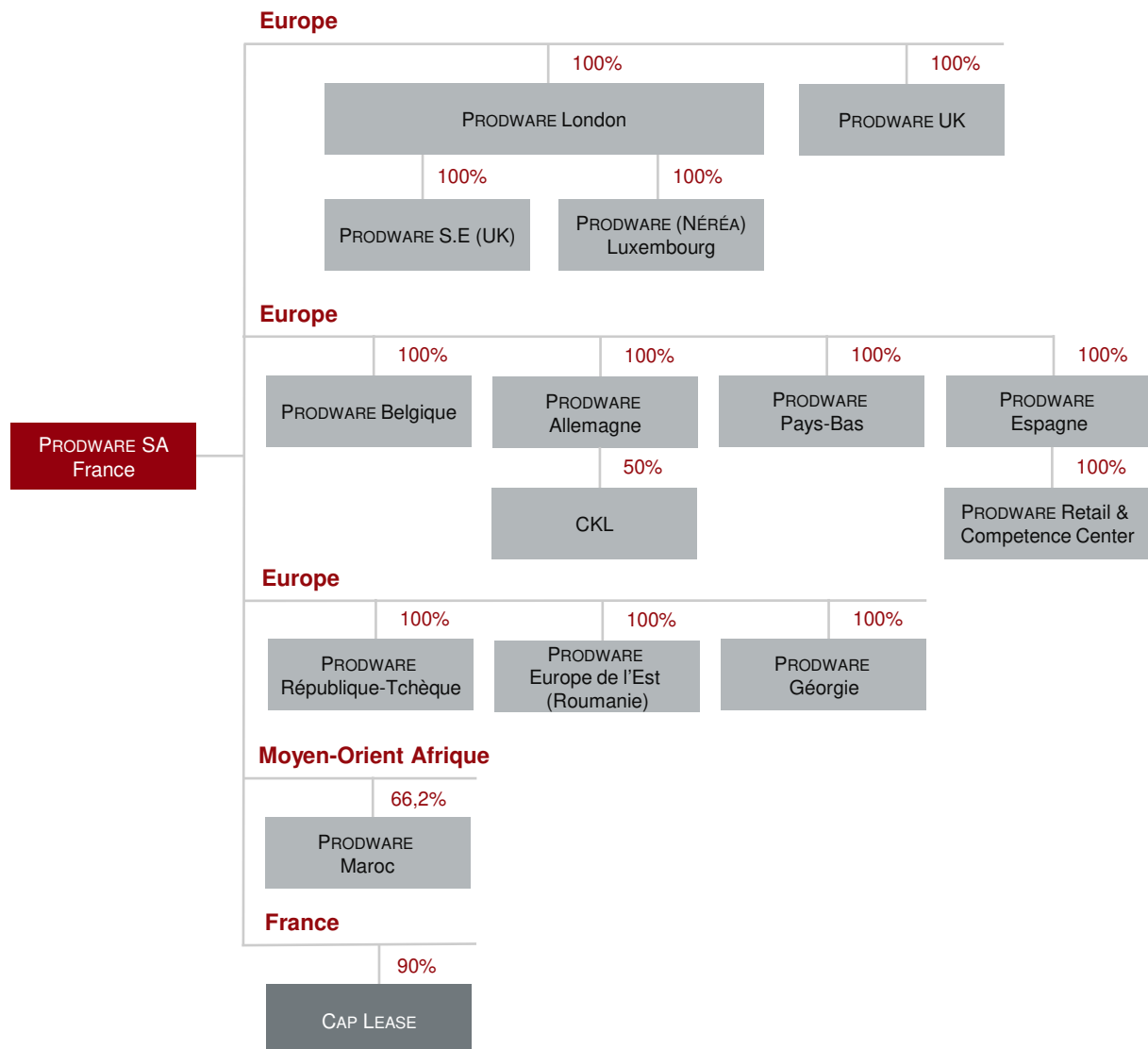


4.2. Présentation des activités de PRODWARE

4.2.1. Organigramme du groupe PRODWARE

L'organigramme juridique du groupe PRODWARE est présenté ci-après :

Figure 2 - Organigramme du groupe PRODWARE au 31 juillet 2021



Source : Rapport de gestion 2020

Il convient de noter que le périmètre du Groupe a légèrement évolué en 2020 avec la cession de la filiale PRODWARE ISRAËL en septembre 2020 et l'acquisition du solde de la participation non détenue (25%) dans PRODWARE RETAIL & COMPETENCE CENTER.

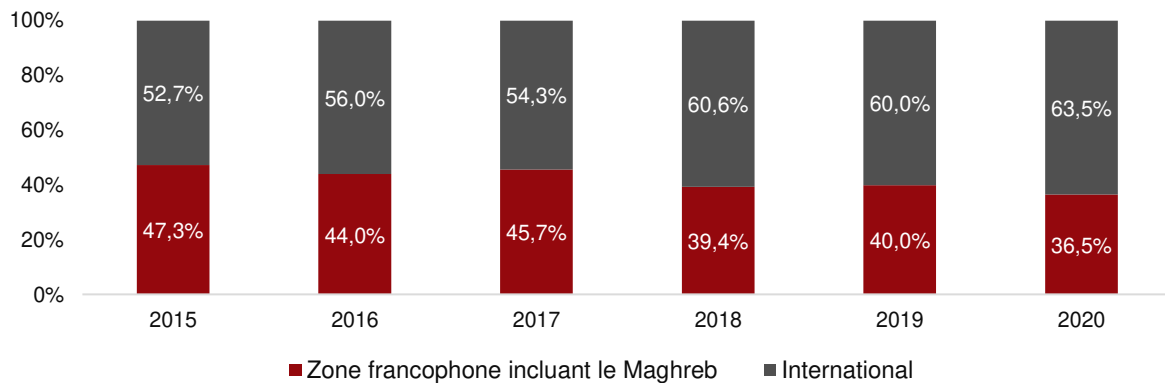


4.2.2. La présence du groupe PRODWARE

Comme mentionné ci-avant, la stratégie de développement du groupe PRODWARE est basée sur une politique combinant croissance organique et croissance externe.

Le groupe, qui emploie environ 1.350 collaborateurs, offre ses services avec une approche globale d'intégration complétée par des services personnalisés à 15.000 clients répartis dans 12 pays en Europe et au Moyen-Orient et Afrique. Au 31 décembre 2020, 36,5% du chiffre d'affaires est réalisé en zone francophone (incluant le Maghreb) et 63,5% à l'international dont la part est en croissance continue comme le montre le graphe ci-dessous.

Figure 3 - Evolution du chiffre d'affaires en France et à l'international depuis 2015



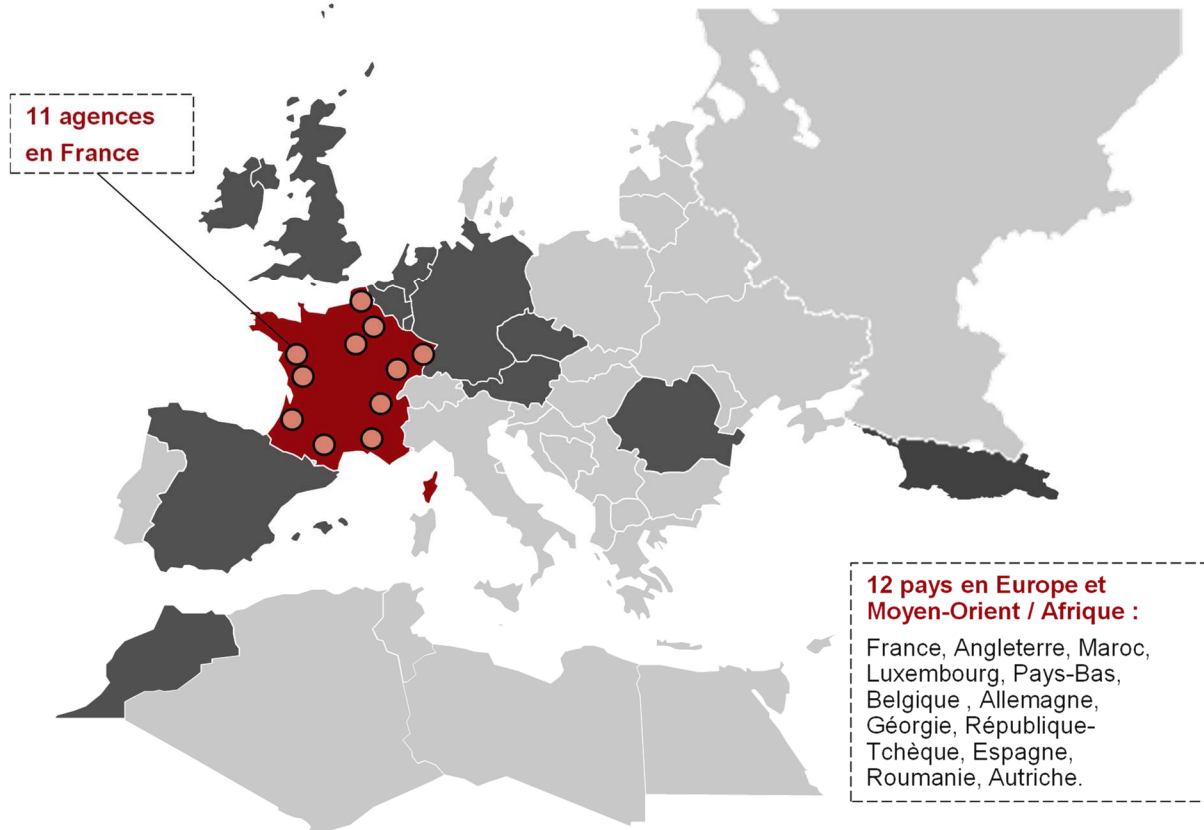
Source : comptes consolidés de 2015 à 2020.

En France, PRODWARE, historiquement présent en Île-de-France, a développé sa présence et dispose maintenant de 11 agences couvrant l'ensemble de l'hexagone. Il est *leader* en France auprès des entreprises du *mid-market* (PME et ETI) qui recherchent avant tout des solutions fonctionnelles, adaptées, et avec des temps de déploiement plus rapides. Le Groupe dispose d'un catalogue étendu constitué de (i) plusieurs logiciels métiers répondant à des fonctions transversales dans les entreprises (de type paie, RH, *marketing*, système d'information, etc.) et de (ii) logiciels « verticaux » offrant des solutions répondant à des spécificités métiers ou sectorielles.

PRODWARE développe également son offre à l'international, soit par le biais de prestataires dans le cadre de contrats de service principalement en Afrique et en Europe, soit au travers des principaux partenaires éditeurs/intégrateurs de MICROSOFT Europe (groupement AXPACT) qui collaborent pour la distribution de leurs produits, mais aussi pour les différentes prestations de services. PRODWARE a également mis en place des activités *nearshore* de *télémarketing*, *d'hotline* et de recouvrement.



Figure 4 - Présence géographique du Groupe



Source : Rapport de gestion 2020, site internet de la Société

Afin d'assurer son développement, PRODWARE s'appuie sur son expertise technologique et sur sa connaissance des métiers pour accompagner ses clients dans leur transformation digitale grâce à des partenariats de premier plan avec des leaders technologiques reconnus.

Il est ainsi un partenaire privilégié de MICROSOFT (MICROSOFT DYNAMICS, etc.) depuis de nombreuses années grâce notamment à l'acquisition des activités de l'intégrateur paneuropéen QURIUS en 2011 et 2012. PRODWARE offre à ses clients des solutions logicielles de gestion (planification des ressources de l'entreprise (ERP) et gestion de la relation client (CRM)) qui sont adaptées aux modèles d'entreprise des clients en optimisant les applications DYNAMICS 365, OFFICE 365, AZURE ou POWER BI. PRODWARE est certifié SCOREFACT avec les systèmes ERP dont MICROSOFT DYNAMICS 365, MICROSOFT DYNAMICS 365 FOR FINANCE AND OPERATIONS, et MICROSOFT DYNAMICS CRM. Il est à noter que grâce à ses performances commerciales et à sa proximité avec les instances décisionnelles du partenaire MICROSOFT, la Société a été reconnue « *Inner Circle* » par MICROSOFT BUSINESS APPLICATIONS (ci-après « MBS »). Cette distinction est à mettre en regard de l'accélération de la transformation digitale des clients communs de PRODWARE et de MICROSOFT.



Il dispose également de partenariats avec SAGE¹⁰ (cette alliance a reçu la certification SCOREFACT avec la solution SAGE FRR1000 CLOUD) et AUTODESK¹¹ (le Groupe ayant reçu la plus haute accréditation offerte par AUTODESK et s'affirme comme un « *AUTODESK Platinum Partner* »).

Figure 5 - Illustrations des principaux partenariats



Source : site internet de la Société

4.2.3. Les offres de PRODWARE

PRODWARE est éditeur, intégrateur et hébergeur de solutions de transformation digitale, d'ingénierie, d'aide à la décision, et de gestion d'infrastructures réseaux et télécoms.

L'offre du Groupe comprend des services d'édition et d'intégration d'infrastructures, des systèmes ERP et CRM, des solutions métiers, des services de conseil, des outils de *Business Intelligence* (« BI ») et de réseaux, ainsi que des solutions de sécurité et de télécommunications.

Jusqu'en 2020, PRODWARE segmentait son offre autour de trois principaux métiers, i) intégration et solutions de gestion, ii) édition en propre et iii) infrastructure et *SaaS*.

Intégration et solutions de gestion (35,9% du chiffre d'affaires 2020)

Il s'agit de l'activité historique de PRODWARE qui dispose d'une large gamme de produits complémentaires destinées au segment des PME et ETI, et provenant des trois grands éditeurs avec lesquels le Groupe a développé des partenariats :

- **MICROSOFT** : PRODWARE propose l'ensemble des produits MICROSOFT en termes d'ERP et en particulier les solutions DYNAMICS NAV et AX de MBS. PRODWARE est un interlocuteur privilégié de MICROSOFT pour l'intégration de progiciels de gestion, notamment depuis le rachat d'INTERFACE DATA, le premier intégrateur de l'ERP MICROSOFT DYNAMICS NAVISION (renommé MS DYNAMICS NAV) et celui de C2A, leader sur la plateforme DYNAMICS AX (cf. 4.1.1) ;
- **AUTODESK** : PRODWARE dispose d'une équipe d'experts dédiés aux utilisateurs de solutions AUTODESK (accompagnement au changement (déploiement des licences,

¹⁰ Solutions de gestion commerciale, financière et des ressources humaines pour les petites et les moyennes entreprises.

¹¹ AUTODESK et PRODWARE offrent des services de conseil en gestion du changement, de formation et d'assistance technique aux clients équipés de logiciels AUTODESK.



paramétrage, audit, conseil, etc.), centre d'ingénierie (conduite de projet, personnalisation et développement spécifique, migration, etc.), formation agréée, assistance technique (CAD.ASSIST, CAO, etc.)). En 2018, PRODDWARE INNOVATION DESIGN a lancé une offre de services et d'accompagnement au « BIM » (accompagnement personnalisé de la conception d'un projet, construction, à l'exploitation) ;

- **SAGE :** PRODDWARE intègre l'ensemble de la gamme de l'éditeur qui inclue à la fois les offres dites horizontales (lignes 30, 100, 1000, SAGE ERP X3) et les offres verticales (telles que MULTIDEVIS pour le bâtiment ou SALESLOGIX pour la gestion de la relation client). Depuis 1995 et au fur et à mesure des acquisitions réalisées par la Société, PRODDWARE est devenu l'un des principaux intégrateurs des produits SAGE en France.

Par ailleurs, l'acquisition d'ANELIA, ex-filiale d'IBM France, en 2007, a permis de créer un partenariat fort avec IBM et de commercialiser des solutions IBM *software* et *hardware*. Le partenariat stratégique signé en 2008 avec l'éditeur américain ERP LAWSON a permis à PRODDWARE de renforcer sa présence auprès de sa clientèle cible (environ 30% des entreprises du *mid-market* utilisent des plateformes IBM).

Grâce à des accords avec ORANGE BUSINESS SERVICES, DELL, HP pour le matériel (serveurs, routeurs, etc.), CITRIX (pour les logiciels réseau) ou encore SYMANTEC et ARKOON pour les logiciels de sécurisation, PRODDWARE installe également chez ses clients des logiciels et des matériels pour obtenir un équipement réseau performant et sécurisé. Ces offres ne sont que très rarement proposées seules. Elles s'accompagnent souvent d'autres prestations telles que des solutions de gestion.

Edition en Propre (33,4% du chiffre d'affaires 2020)

Afin de mieux répondre aux problématiques des PME/ETI, PRODDWARE a migré au milieu des années 2000, d'un modèle d'intégrateur vers un modèle d'éditeur/hébergeur en proposant une large gamme d'offres technologiques à forte valeur ajoutée développées en interne. Il s'agit de logiciels conçus à partir de solutions principalement construites sur les plateformes de MICROSOFT et autour de 3 axes :

- **Développement de logiciels sectoriels verticaux** (comme PROD'TRADE AGRO dans l'industrie agroalimentaire, PROD'WASTE INDUSTRIES dans les déchets et le recyclage, ou PROD'WINE & SPIRIT dans les vins & spiritueux). PRODDWARE s'appuie sur un ERP ou un Customer Relationship Management (ci-après « CRM ») existant et le personnalise au travers d'une base logicielle supplémentaire (ou « *add-on* »)¹² ;
- **Développement de logiciels métiers** (PROD'PERFORMANCE MANAGER pour les outils de direction, PROD'E-BUSINESS pour la mise en ligne et la commercialisation de produits ou de services). Ces logiciels qui s'appuient sur l'édition de « briques métiers » offrent aux clients

¹² Ce type de logiciel permet ainsi de répondre aux besoins et aux fonctionnalités clés d'un secteur d'activité en particulier, comme la traçabilité et le contrôle qualité œnologique ou même la gestion des primeurs pour le secteur des vins et spiritueux par exemple.



des solutions permettant de gérer certains métiers transversaux de l'entreprise (gestion de la paie, des RH, du *marketing*, ou des systèmes d'information)¹³ ;

- **Développement de logiciels d'interface, connecteurs** (connecteur comptable permettant d'interfacer une comptabilité standard avec un autre logiciel d'une autre marque ou gamme). Ces logiciels servent d'interface entre les différents composants du système d'information de la société. Ils peuvent notamment faire le lien entre un logiciel métier et un ERP, rendant les données du premier compatibles avec le second et permettant leur intégration globale (notamment au travers de SQL SERVER).

La compréhension des spécificités métiers et l'élaboration par PRODWARE de systèmes informatiques adaptés constitue un atout qui permet de bénéficier d'un avantage concurrentiel tout en améliorant la rentabilité du Groupe par rapport aux principaux acteurs du marché de l'intégration de solutions informatiques.

Infrastructure et SaaS (30,7% du chiffre d'affaires 2020)

Dans le contexte de la montée en puissance du *Cloud Computing*¹⁴, PRODWARE a bénéficié de la volonté de MICROSOFT de développer son offre *Cloud* et propose ainsi des offres *packagées* ERP et CRM qui s'appuient notamment sur les offres MICROSOFT DYNAMICS ONLINE. PRODWARE a progressivement mis en place cette transition entre la vente classique « *On Premise* » et le modèle *SaaS*, en proposant aux clients une offre de services dématérialisés dans « les nuages »¹⁵ hébergée chez le fournisseur et accessible selon un mode de paiement à l'usage (« *pay per use* »).

La crise de la Covid-19 qui a accéléré la mutation de l'ensemble du secteur vers le *SaaS* et le *Cloud* a renforcé le virage stratégique pris par la Société. Ce nouveau modèle basé sur le paiement à l'usage permet au Groupe d'avoir davantage de visibilité sur ses revenus, étant précisé que le développement du *SaaS* devrait continuer à être un relais de croissance à moyen terme, au détriment des ventes de licences « *On Premise* ».

Le *Cloud* permet notamment aux clients de variabiliser une partie de leurs coûts informatiques et d'étaler une partie de leurs investissements. Pour ces raisons, PRODWARE a lancé plusieurs offres en mode *SaaS*, comme :

- « *On Demand* » : disponible en offre mutualisée, permettant aux clients de bénéficier de toutes les fonctionnalités d'une solution de gestion sans assumer l'investissement en infrastructure, ni le coût de sa maintenance ;

¹³ Contrairement aux logiciels verticaux qui sont rattachés à une plateforme existante, certains logiciels métiers peuvent être indépendants, et bénéficient d'un outil de BI (*Business Intelligence*) proposant une analyse statistique de l'activité, au travers de la production de tableaux de bord par exemple.

¹⁴ Le *Cloud Computing* désigne la fourniture de matériel et de logiciels via Internet, allant du simple *Cloud Storage*, où les utilisateurs disposent d'une capacité de stockage sur des serveurs à distance, à l'infrastructure dans le *Cloud*, où les entreprises disposent de centres de données complets sur Internet. Une couche correspond à un certain niveau de service, étant précisé que les différentes couches « *as-a-service* » (*Infrastructure as a Service IaaS*, *Platform as a Service PaaS*, *Software as a Service SaaS*, et *Everything as a Service XaaS*) désignent toute l'étendue de l'offre. Alors que l'*IaaS* dispose de la plus grande portée, le *SaaS* se concentre uniquement sur certaines applications. À ce titre, les utilisateurs disposent d'un logiciel complet à partir du *Cloud*. Avec le *SaaS*, les consommateurs ne se soucient plus de l'installation ni de la maintenance du logiciel, tout en bénéficiant de performances suffisantes.

¹⁵ Offres d'hébergement de serveurs (*salle blanche*), d'infrastructures ou dans le cadre de plan de continuité.



- « Info express PME » : PRODDWARE a conçu une offre basée sur le modèle précédent permettant de fournir aux entreprises une offre modulable plus facilement accessible, *via* des solutions globales complètement hébergées et infogérées.

Le Groupe propose également des services d'*IaaS* personnalisés en fonction des exigences techniques de chaque client. PRODDWARE fournit un support d'infrastructures multiplateformes, la maintenance à distance et la surveillance des réseaux, des serveurs, des périphériques et du matériel de communication d'un certain nombre de fournisseurs de premier plan. PRODDWARE fournit également des services d'assistance téléphonique, de sécurité, de sauvegarde et de réparation du matériel.

Il est à noter que la demande du *SaaS* est en constante progression pour des questions de mobilité et d'utilisation multi-supports de l'offre logicielle, et ce d'autant plus dans le contexte de la crise sanitaire de la Covid-19. C'est avant tout un atout majeur pour les PME/ETI ne disposant pas toujours d'une taille critique permettant d'accéder à une structure informatique suffisante.

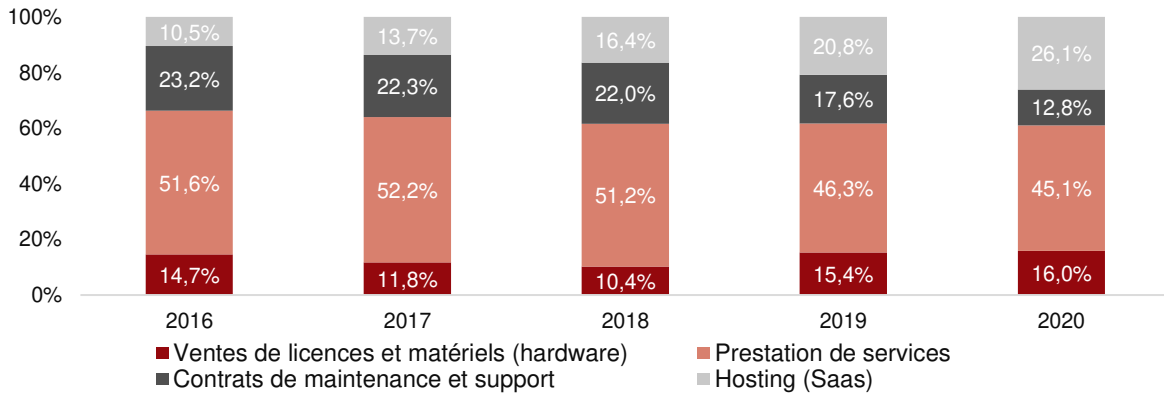
Ainsi, ce nouveau schéma de relations contractuelles favorise une plus grande récurrence des revenus du Groupe, au travers des abonnements en mode *SaaS* (contrats pluriannuels avec un taux de renouvellement supérieur à celui des licences), étant toutefois précisé que ce nouveau mode de commercialisation a tendance à réduire les leviers de facturations de prestations annexes telles que la maintenance et le support (cf. Figure 6).

Autre segmentation

Le Groupe communique également sur une autre décomposition du chiffre d'affaires, à savoir « les ventes de licences et de matériels (*hardware*) », « les prestations de services », « les contrats de maintenance et support » et le « *hosting (SaaS)* ». La forte croissance annuelle moyenne de ce dernier secteur (+25% entre 2016 et 2020) s'explique par ce nouveau mode d'abonnement qui se substitue progressivement à la vente de licences « *On Premise* » et de matériels informatiques (aussi appelés « *hardware* ») entraînant également une diminution des contrats de maintenance et support dont la part dans le chiffre d'affaires décroît.



Figure 6 - Répartition du chiffre d'affaires par secteur depuis 2016



Source : comptes consolidés 2016 à 2020

4.3. Caractéristiques de l'environnement opérationnel de PRODWARE

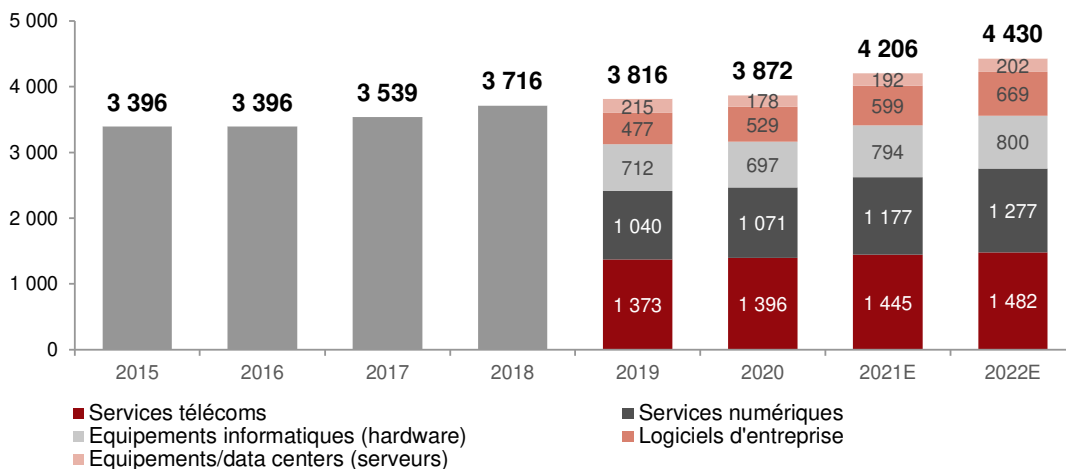
4.3.1. Présentation du marché des services informatiques

Segmentation et caractéristiques du marché

En tant qu'éditeur et intégrateur de solutions, PRODWARE intervient principalement sur le marché des entreprises de services du numérique (ESN) dont le contenu est très large. Le segment des prestations de services numériques du Groupe représente près de 45% du chiffre d'affaires en 2020. Le Groupe propose également de l'hébergement *Cloud*, des contrats de maintenance et de support, la vente et l'intégration des logiciels ainsi que du matériel informatique (*hardware*).

Selon la segmentation des dépenses IT au niveau mondial publiée par STATISTA et GARTNER présentée ci-après, l'activité du Groupe couvre les trois segments suivants : « services numériques », « équipements informatiques (*hardware*) » et « logiciels d'entreprises ».

Figure 7 - Evolution des dépenses IT (en Mds\$) dans le monde sur la période 2015 - 2022E



Source : STATISTA, GARTNER et analyses FINEXSI



En dépit de la crise de la Covid-19, les dépenses globales en services informatiques sont en augmentation au niveau mondial de +1,5% en 2020. La croissance du segment des « services numériques » est deux fois plus importante (+3,0%). Ce segment représentait 1.071 Mds\$ (soit environ 921 M€) en 2020, constitue le principal poste de dépenses IT dans le monde (soit 28% de celles-ci) après les services télécoms.

En France, après une croissance annuelle moyenne de +6,1% observée sur la période 2010 - 2019, le marché des services numériques a été moins résilient qu'à l'échelle mondiale en 2020, avec une baisse de -4,2% par rapport à 2019 du fait de la crise sanitaire.

Ces dernières années, le secteur des ESN a connu une forte croissance, porté par la transformation digitale, la cybersécurité, le *Cloud*, et l'Intelligence Artificielle (ci-après « IA »).

Les principaux métiers du secteur des services numériques

Les principaux métiers de services numériques offerts par les acteurs du marché sont les suivants :

- L'édition de logiciels ou l'ingénierie, qui se caractérisent par le développement de logiciels ainsi que d'extensions spécialement conçues pour gérer les besoins spécifiques d'un secteur d'activité (solutions pour le secteur bancaire, la distribution, l'industrie, etc.) ou d'un métier (comptabilité, ressources humaines, *marketing*, communication, etc.) ;
- L'intégration, qui consiste à vendre et/ou à déployer au sein de l'environnement de systèmes d'information d'un client, de l'équipement informatique (*hardware*), des logiciels développés en interne ou tiers, ou encore des « extensions » de logiciels conçues spécialement pour les besoins du client ;
- L'infogérance (aussi appelée « *outsourcing* ») qui désigne l'externalisation de tout ou partie de la gestion et de l'exploitation d'un système d'information. Ce sont donc des prestations d'hébergement qui se décomposent en 3 principaux niveaux d'application :
 - L'infogérance applicative correspondant au déploiement, à la gestion, à la maintenance, au support, à l'évolution et à l'optimisation des applications et autres logiciels métiers d'un client ;
 - L'infogérance d'infrastructures correspondant à la gestion, l'exploitation et à la sécurisation de l'ensemble d'un système informatique ; et
 - Le *Business Process Outsourcing* qui est l'externalisation de tout un processus métier comme les RH, la comptabilité, etc.
- La formation qui correspond à des sessions de formation, de *coaching* et d'aide à la décision sur des solutions et thématiques technologiques diverses (transformation digitale, flexibilité, etc.) ; et
- Le conseil qui peut concerner les différents services précédemment cités ou des domaines d'expertise technique tels que le *Big Data*, le *Cloud*, l'IA, la cybersécurité, etc.

Les catégories d'intervenants sur le marché des ESN

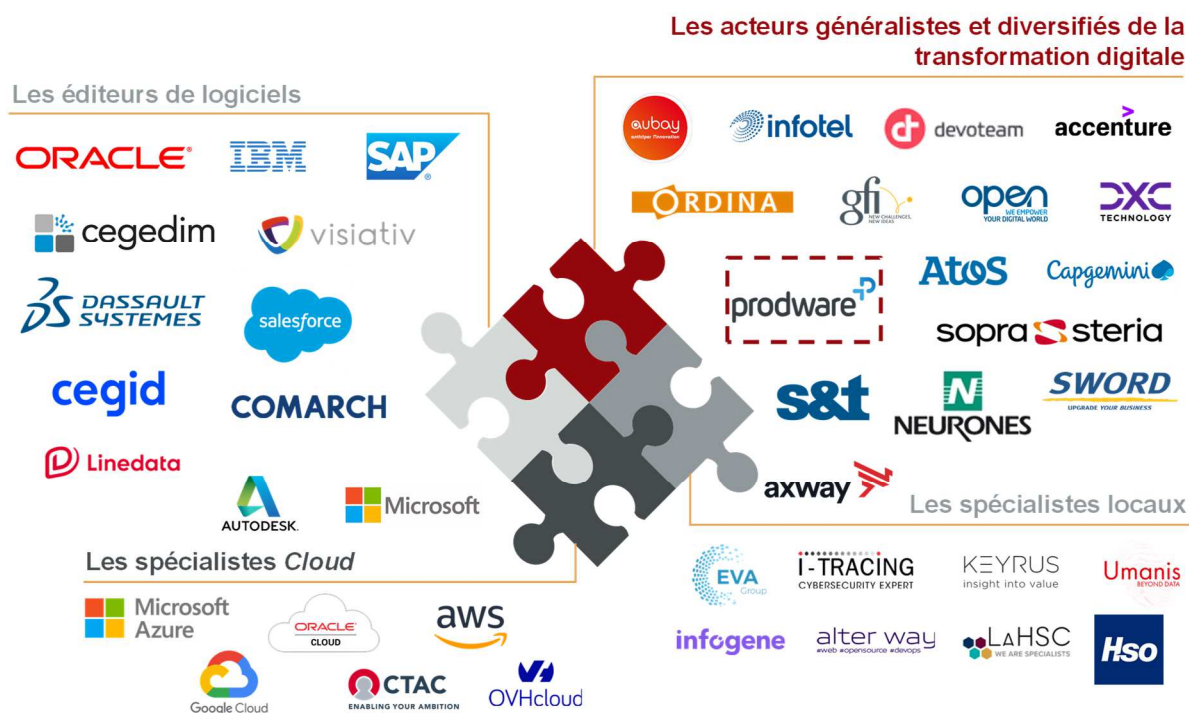
Anciennement appelées sociétés de services d'ingénierie et d'informatique (SSII), les ESN (Entreprises de Services Numériques) sont les principaux acteurs du marché des prestations de services numériques. Ces entreprises interviennent auprès de leurs clients afin de les



accompagner notamment dans leurs problématiques d'externalisation de la gestion de leur système d'information.

Compte tenu des différents métiers qui le composent, le marché des ESN et plus largement des services informatiques est fragmenté et se caractérise par de faibles barrières à l'entrée. Cette situation favorise l'arrivée de nouveaux entrants comme par exemple les petites structures opérant à l'échelle régionale ou nationale ou des acteurs qui se diversifient de plus en plus à l'instar des éditeurs de logiciels ou d'autres acteurs spécialisés, ce qui a contribué à l'émergence d'un environnement de plus en plus concurrentiel.

Figure 8 - Présentation des catégories d'intervenants sur le marché des prestations de services numériques



Source : XERFI, Classement SYNTEC-KPMG 2020 des ESN, Top 250 EY-SYNTTEC des éditeurs 2020 et analyses FINEXSI

Les principales catégories d'acteurs intervenant sur le marché des prestations de services numériques sont les suivantes :

- Les acteurs généralistes et diversifiés de la transformation digitale : acteurs historiques de ce marché, les ESN se caractérisent notamment par leur caractère généraliste et par la diversification de leur offre de services (édition, intégration, infogérance, prestation de services, conseil, *Cloud*, etc.) ;
- Les éditeurs de logiciels : partenaires technologiques privilégiés des ESN, les éditeurs font partie des acteurs ayant profité des faibles barrières à l'entrée et de leur effet d'échelle pour investir sur le marché des prestations de services numériques. Il est à noter que de plus en plus d'éditeurs concurrencent certaines ESN de type intégrateur-hébergeur, en proposant des solutions logicielles personnalisées et commercialisables *via* le *Cloud* par exemple ;



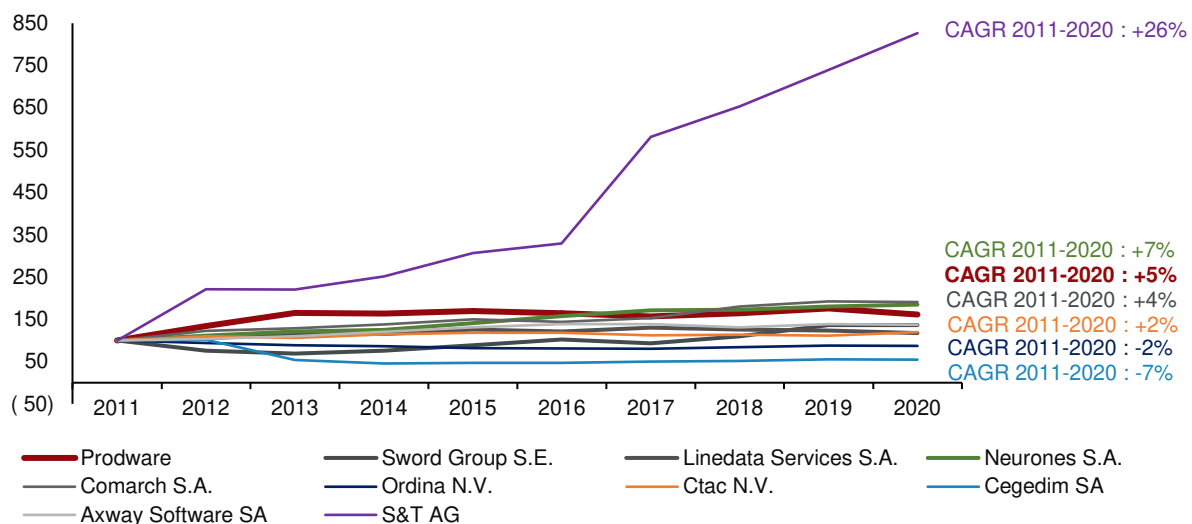
- Les spécialistes *Cloud* : avec l'essor du *Cloud Computing*, et des solutions *SaaS*, les fournisseurs de *Cloud*, deuxième catégorie de partenaires technologiques des ESN, se sont rapidement positionnés comme principal accélérateur de la transformation digitale, et pénètrent de plus en plus le marché des prestations de services numériques ;
- Les spécialistes locaux : face à une offre homogène et standardisée de la plupart des ESN d'une part, et à la demande croissante en expertise sur des technologies innovantes d'autre part, certains acteurs locaux se sont spécialisés sur une thématique technique pour échapper à la concurrence déjà très présente sur les offres de services « classiques ».

Les principaux concurrents de PRODWARE

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de PRODWARE sur la période 2011-2020 (+5,4%) est en ligne avec celle des sociétés composant l'échantillon des comparables boursiers retenus pour nos travaux, soit +6,4% (cf. présentation détaillée des comparables au §5.4.3).

Toutefois, cette évolution moyenne masque des évolutions plus contrastées selon les sociétés comme le montre le graphique ci-dessous :

Figure 9 - Evolution du chiffre d'affaires des principaux concurrents de PRODWARE (base 100 en 2011)



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Certains groupes comme S&T AG affichent une plus forte croissance (+26% de croissance annuelle moyenne) sur cette période, grâce à des opérations de croissance externe. En effet, QUANMAX AG et S&T SYSTEM INTEGRATION & TECHNOLOGY ont fusionné en 2012 pour devenir S&T AG. Ce dernier a également fusionné en 2017 avec KONTRON AG pour se diversifier dans les technologies « *Internet Of Things* » (IoT) et « *Industrie 4.0* ».

En revanche, d'autres groupes comme ORDINA N.V. et CEGEDIM SA ont vu leur chiffre d'affaires diminuer respectivement d'environ -2% et -7% en rythme annuel sur la période. ORDINA N.V. n'a pas su s'adapter aux conditions de marché évoluant rapidement, ce qui explique la tendance baissière du chiffre d'affaires observée entre 2012 et 2017, en lien notamment avec la chute des revenus provenant du secteur public aux Pays-Bas. Quant à CEGEDIM SA, la baisse observée s'explique par un changement de périmètre à la suite de la cession de l'activité « *CRM et données stratégiques* » en 2014 (qui représentait 50% du chiffre d'affaires 2013).



4.3.2. Éléments structurants du marché

Un marché fragmenté avec une forte pression concurrentielle

Le marché des services numériques, sur lequel opère PRODWARE, se caractérise par de faibles barrières à l'entrée qui favorisent, depuis de nombreuses années, l'arrivée de nouveaux entrants. La fragmentation du marché et le nombre élevé de concurrents rassemblent des acteurs de tailles et de compétences différentes¹⁶. Ainsi, les 10 principaux acteurs (IBM, ACCENTURE, AWS, FUJITSU, TCS, DXC TECHNOLOGY, NTT DATA, SALESFORCE, CAPGEMINI, et ATOS) ne détiennent qu'environ 19% du marché des services informatiques en 2019.

La mutation technologique et l'avènement d'acteurs spécialisés sur des solutions innovantes, parmi lesquelles figurent les « SMACS » (« *Social, Mobile, Analytics, Cloud, Security* »), ont également contribué à intensifier la concurrence sur le marché, conduisant à une pression sur les prix pesant particulièrement sur les acteurs positionnés sur des technologies vieillissantes ou standardisées, comme l'infogérance par exemple.

Il est à noter que la pression concurrentielle est liée à différents facteurs :

- Les Nouveaux entrants, dont la menace est relativement élevée compte tenu de la démultiplication des technologies numériques, et des créations de *start-up*, dont le potentiel d'innovation intéresse les investisseurs ;
- Les Clients qui exercent une pression sur les prix et la qualité des prestations, en mettant en concurrence leurs fournisseurs et prestataires de services, par le biais d'appel d'offres ;
- Les Substituts dont la concurrence tend à s'accroître sous l'effet de l'extension des offres de logiciels *open source* et des pratiques de piratage ;
- Les Pouvoirs publics, avec à titre d'exemple la Chine qui investit massivement dans le domaine de l'IA avec notamment un plan national de développement de l'IA qui représenterait un budget de plus de 20 Mds\$ par an. Le pays a pour ambition de devenir le numéro un mondial avec un marché cible d'une valeur estimée à 52 Mds€ en 2025 et à 131 Mds€ en 2030 ;
- Les Fournisseurs qui se diversifient de plus en plus à l'instar des éditeurs de logiciels.

La consolidation du marché

Depuis quelques années, le marché des services informatiques et des services numériques connaît une forte consolidation compte tenu de son caractère fragmenté et de la forte pression concurrentielle que subissent les acteurs non-mâtures. En effet, les acteurs qui n'ont pas atteint une taille critique éprouvent des difficultés pour maintenir leur attractivité, innover, ou mettre en place des partenariats, ne leur permettant ainsi pas de se déployer sur certains nouveaux marchés à plus forte valeur ajoutée en France ou à l'international.

¹⁶ Entreprises IT mondiales diversifiées (IBM, FUJITSU, etc.), prestataires spécialisées de taille moyenne (ATOS, SOPRA STERIA, etc.), opérateurs et vendeurs télécom (BT, T-SYSTEMS, ERICSSON, etc.), fournisseurs de services *offshore* (TCS, COGNIZANT, WIPRO, etc.), cabinets de conseil (ACCENTURE, CAPGEMINI, etc.), groupes technologiques (GOOGLE, MICROSOFT, AMAZON, etc.).



A contrario, les acteurs disposant d'ores et déjà d'une taille critique ont les capacités requises pour saisir les opportunités naissantes et multiplient les opérations de croissance externe. Ces dernières leur permettent de demeurer compétitifs et d'acquérir des expertises technologiques, mais également de recruter des talents afin de répondre aux exigences de la transformation du marché en pleine mutation avec l'essor du *Cloud Computing* et du *SaaS*, et de l'innovation.

Il est à noter que plus de 500 opérations de fusions-acquisitions ont été recensées depuis 2015 dans ce secteur, illustrant la tendance à la concentration des acteurs sur ce marché

Des pressions sur les ressources humaines

Les services numériques ont été marqués par une mutation rapide ces dernières années, qui est à mettre en regard des nombreuses évolutions technologiques, amplifiant ainsi les besoins de main-d'œuvre qualifiée. En effet, la valeur ajoutée des acteurs réside dans leur capacité à proposer des offres de services diversifiées, grâce à des collaborateurs qualifiés. Bien que les profils exerçant sur ce marché soient variés (ingénieurs, informaticiens, commerciaux, etc.), la concurrence entre les différents intervenants a conduit à une guerre des talents. De fait, près de 71% des entreprises opérant sur le secteur en France exprimaient des difficultés à recruter en 2018.

Les intervenants du secteur recherchent des profils spécialisés en IA, en cybersécurité, en numérisation des systèmes, ou en *data*, même si leurs rémunérations sont de plus en plus élevées. Le manque de formations spécialisées, d'une part, et l'attrait insuffisant des jeunes diplômés pour le secteur, d'autre part, sont les principales causes de ces difficultés structurelles.

Le taux de rotation des collaborateurs est également élevé, les entreprises jouant sur plusieurs leviers stratégiques pour attirer de nouveaux collaborateurs : le salaire, mais aussi les conditions de travail, le bien-être, la formation, le déploiement de programmes d'accompagnement personnalisés, ou encore les perspectives de carrière. Ces tendances découlent des nouvelles aspirations des profils juniors, qui cherchent un meilleur équilibre entre leur vie professionnelle et leur vie privée.

4.3.3. Impact de la crise de la Covid-19 et perspectives du marché à plus long terme

Avec une baisse de chiffre d'affaires de -4,2% en 2020 par rapport à 2019, le marché français des entreprises de services du numérique n'a pas été totalement épargné par la crise de la Covid-19. Tous les segments de la filière informatique n'ont pas été affectés de la même manière, comme en témoigne la forte résilience de l'édition de logiciels dont l'activité est restée plutôt stable en 2020 (+0,3%). Avec les premières mesures de confinement instaurées en France au premier semestre 2020, les principaux clients des ESN ont choisi de limiter leurs dépenses informatiques à leurs besoins IT primaires (tels que les services d'infogérance). En particulier, les métiers comme l'intégration ont souffert de la crise sanitaire dès la mi-avril 2020. En France, 36% des contrats décrochés par les ESN avant le confinement ont été suspendus ou annulés, à cause de l'arrêt de l'activité de leurs clients, ou de l'impossibilité de se rendre sur site (60%).



Cependant, l'impact de la crise de la Covid-19 sur le secteur n'a été que de courte durée puisqu'au premier semestre 2021, 74% des ESN françaises auraient déjà renoué avec la croissance. Pour ces raisons, les prévisions de croissance des ESN françaises ont été revues à la hausse à +2,6% sur l'ensemble de l'exercice 2021 (contre +1,1% estimé à fin 2020 pour l'exercice 2021) principalement portées par les offres de *Cloud*, de *SaaS* et de cybersécurité. À l'échelle mondiale, les dépenses IT en services numériques devraient croître de +9,2% en rythme annuel moyen jusqu'en 2022E pour atteindre un montant total de 1.277 Mds\$ (soit 1.096 M€, *i.e.* 29% des dépenses IT totales) (cf. Figure 7).

La crise de la Covid-19 a également été un catalyseur de l'accélération de la transformation digitale à court et moyen terme (+10,8% de croissance attendue en 2021E en France). De nouvelles problématiques ont émergé et ont redéfini les priorités des clients des ESN. C'est ainsi que dans un contexte de recours massif au télétravail, entre autres, la migration des systèmes d'information sur le *Cloud* ainsi qu'une utilisation plus sécurisée et efficiente constituent une priorité pour la majorité des clients, faisant du développement d'offres *Cloud/SaaS* et de cybersécurité des relais de croissance stratégiques pour les ESN diversifiées.

De manière plus générale, d'autres leviers semblent émerger dans le numérique français, comme :

- Le *Big data/Analytics* (+23,4% de croissance attendue en 2021E) pour un usage plus efficient des données afin de faciliter la prise de décision ; et
- L'internet des objets (l'« *Internet of Things* » (*IoT*)), +21,6% de croissance attendue en 2021E) avec le développement de solutions autour de la 5G.



4.4. Analyse financière de PRODWARE

Les états financiers consolidés de PRODWARE sur la période de 2016 à 2020 sont présentés ci-après. Ces comptes ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de PRODWARE, les cabinets¹⁷ SOUSSAN & SOUSSAN et EXCELIA AUDIT.

4.4.1. Compte de résultat du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de PRODWARE est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé de PRODWARE sur la période 2016 - 2020

En k€	12 mois (Avant-IFRS 16)			12 mois (Après IFRS 16)	
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Chiffre d'affaires	175 846	167 693	175 868	187 661	172 396
<i>% croissance</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-8,1%</i>
Achats consommés	(57 085)	(47 646)	(50 556)	(59 963)	(55 425)
Marge brute	118 761	120 047	125 312	127 698	116 971
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>67,5%</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,3%</i>	<i>68,0%</i>	<i>67,9%</i>
Charges externes	(32 848)	(30 050)	(29 185)	(21 261)	(16 503)
Charges de personnel	(54 806)	(55 309)	(61 363)	(58 120)	(49 842)
Autres produits et charges opérationnels courants	816	(3 989)	(1 481)	6	(814)
Impôts et taxes	(1 707)	(1 955)	(1 401)	(1 829)	(934)
Dotations nettes aux amortissements*	(14 444)	(11 313)	(15 061)	(29 216)	(29 933)
Résultat opérationnel courant	15 773	17 432	16 821	17 278	18 946
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,2%</i>	<i>11,0%</i>
Autres produits/charges opérationnels non courants	(1 020)	(2 054)	414	13	274
Résultat opérationnel (EBIT)	14 754	15 378	17 235	17 291	19 220
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,2%</i>	<i>11,1%</i>
Coût de l'endettement financier net	(3 476)	(3 459)	(4 555)	(4 453)	(3 694)
Charges financières sur droit d'utilisation	-	-	-	(381)	(339)
Autres produits et charges financiers	(2 125)	(1 006)	(3 761)	(1 614)	(2 382)
Résultat financier	(5 601)	(4 465)	(8 316)	(6 448)	(6 415)
Quote-part dans les entreprises associées	65	586	49	399	573
Résultat avant impôts	9 218	11 499	8 968	11 241	13 378
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,8%</i>
Impôts	(95)	(371)	264	(822)	(2 250)
<i>% du résultat avant impôts</i>	<i>-1%</i>	<i>-3%</i>	<i>3%</i>	<i>-7%</i>	<i>-17%</i>
Résultat Net	9 123	11 128	9 232	10 419	11 127
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,5%</i>
dont résultat net part du Groupe	9 438	11 552	9 104	10 527	11 305
dont intérêts minoritaires	(32)	(19)	(130)	108	178
résultat net des activités cédées	346	445	-	-	-

* dépréciations et provisions.

Sources : Comptes consolidés 2016 à 2020

¹⁷ Pour l'année 2019, le commissaire aux comptes titulaire était le cabinet Christian TOURNOIS. SOUSSAN & SOUSSAN a remplacé le cabinet Christian TOURNOIS à compter de l'exercice 2020.



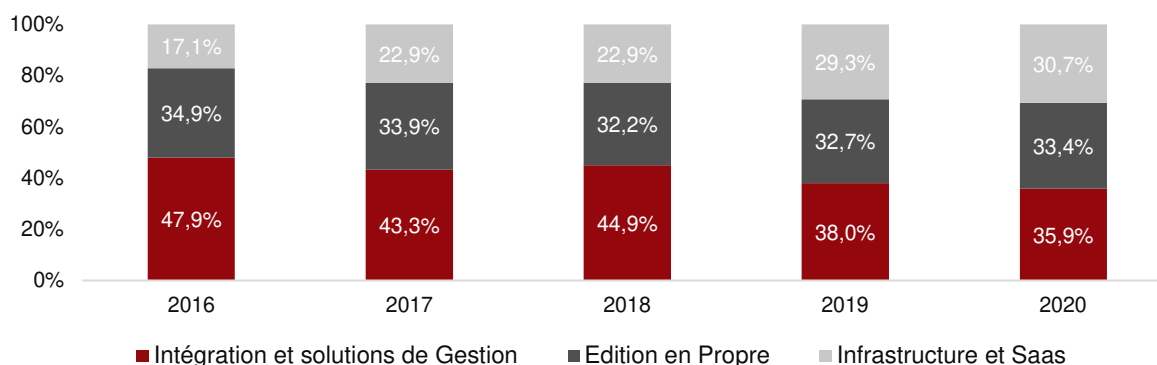
■ Chiffre d'affaires :

Bien que les exercices 2018 (+4,9%) et 2019 (+6,7%) aient été soutenus par les activités de conseil et les métiers de l'intégration portés notamment par le succès du déploiement de la plateforme MICROSOFT DYNAMICS 365, le chiffre d'affaires est en baisse de -0,5% en rythme annuel moyen sur la période analysée compte tenu des baisses enregistrées en 2017 et en 2020.

L'exercice 2017 (-5%) a connu le report de certains contrats. La baisse du chiffre d'affaires *Edition en Propre* de -7,5% est à mettre en regard de l'accélération des ventes en mode *SaaS* au détriment des ventes traditionnelles de licences « *On Premise* ».

L'exercice 2020 a souffert de la crise sanitaire de la Covid-19 en enregistrant une baisse du chiffre d'affaires de -8,1%. Il est à noter qu'à périmètre comparable *i.e.* retraité de la sortie de PRODWARE ISRAËL, la baisse aurait été plus limitée à -6,0% essentiellement du fait du repli de l'activité sur la zone francophone. La progression des ventes en mode *SaaS* (représentant 30,7% du chiffre d'affaires total du Groupe contre 17,1% en 2016 comme le démontre la Figure 10) n'a que partiellement compensé le recul important des contrats de maintenance et des prestations de services (cf. Figure 6) dans un exercice marqué par la suspension de nombreux contrats durant le premier semestre.

Figure 10 - Répartition du chiffre d'affaires par métier depuis 2016



Source : comptes consolidés 2016 à 2020

■ Résultat opérationnel (EBIT) :

Sur la période analysée, le résultat opérationnel s'est apprécié, passant de 8,4%¹⁸ du chiffre d'affaires en 2016 à 11,1%¹⁹ du chiffre d'affaires en 2020.

Entre 2016 et 2018, l'EBIT est en hausse de 140 points de base à 9,8% du chiffre d'affaires. En 2017, la hausse des charges de personnel et des charges opérationnelles courantes est compensée par la baisse des charges externes et des achats consommés ainsi que des dotations nettes aux amortissements. Quant à l'exercice 2018, la hausse des charges de personnel est compensée par la baisse des charges externes et des charges opérationnelles courantes.

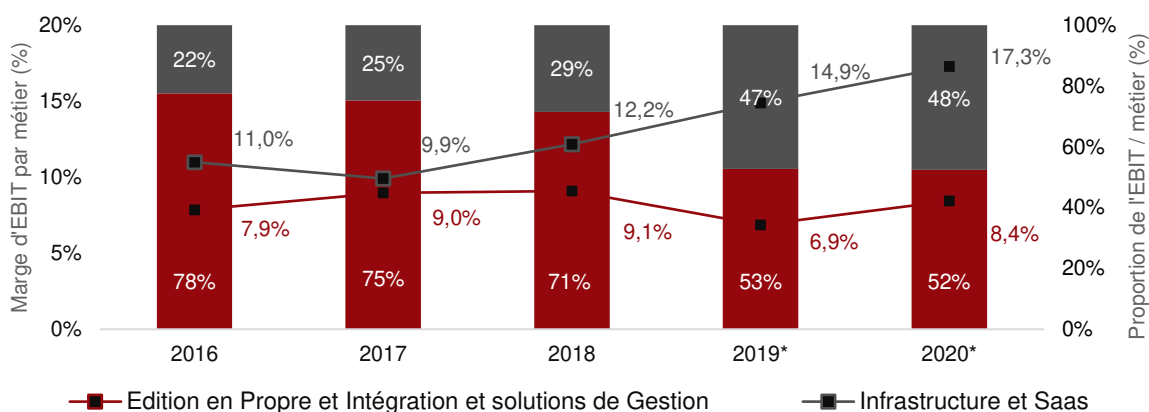
¹⁸ Avant IFRS 16.

¹⁹ Après IFRS 16, bien que son impact soit très limité sur le résultat opérationnel.



La marge d'EBIT a connu une nette amélioration en 2020 (à 11,1%, soit +1,9 points par rapport à 2019) dans le contexte de la crise de la Covid-19 grâce à une gestion rigoureuse des coûts (mesures exceptionnelles de réduction de charges externes (-22,4%) et de personnel (-14,2%) avec notamment le gel des embauches non programmées et non immédiatement nécessaires entre le mois de mars et la fin du troisième trimestre, et mise en œuvre du chômage partiel dans certains pays). En effet, malgré la comptabilisation d'une perte de valeur sur le *goodwill* de la filiale PRODDWARE UK (1.496 k€) en raison du contexte lié au Brexit et de la crise sanitaire ainsi que sur le *goodwill* de la filiale NEREA LUXEMBOURG (424 k€), le résultat opérationnel atteint ainsi son plus haut niveau en 2020. Ceci s'explique par la réduction des coûts mentionnée ci-avant dans le contexte de la crise sanitaire, ainsi que par une plus-value de 3.262 k€ provenant de la cession des titres de « la filiale PRODDWARE ISRAËL intégrant un produit lié à la déconsolidation de cette dernière pour 2.554 k€ ».

Figure 11 - Evolution de la proportion de l'EBIT et évolution de la marge d'EBIT par métier depuis 2016



*après IFRS 16, bien que son impact soit très limité sur le résultat opérationnel.
Source : comptes consolidés 2016 à 2020

■ Résultat financier et résultat net :

Le résultat financier atteint son point bas en 2018 à -8.316 k€ contre -4.465 k€ l'exercice précédent. Cette évolution est à mettre en regard de l'augmentation de +32% du coût de l'endettement financier net (passant de -3.459 k€ en 2017 à -4.555 k€ en 2018). En effet, PRODDWARE a procédé en juillet 2018 au refinancement de sa dette obligataire et bancaire, avec un nouvel emprunt bancaire de 92.500 k€. Le résultat financier de l'exercice 2018 comprend également deux éléments non récurrents, à savoir les frais financiers liés à ce refinancement pour 1,7 M€ ainsi que des provisions d'un montant de 1,6 M€ pour perte de valeur sur valeurs mobilières.

Le résultat financier 2020 est stable par rapport à l'exercice précédent, la hausse des autres produits et charges financiers liée à l'effet de change défavorable étant compensée par la baisse du coût de l'endettement financier net du fait de la renégociation des échéanciers de deux des emprunts bancaires.

En ce qui concerne le résultat net de PRODDWARE, celui-ci apparaît relativement stable sur la période, entre 9,1 M€ et 11,1 M€.



4.4.2. Bilan du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution du bilan de PRODWARE sur la période 2016 - 2020 est résumée ci-après :

Tableau 3 - Evolution du bilan de PRODWARE sur la période 2016 - 2020

Au 31 décembre - En k€	Avant-IFRS 16			Après-IFRS 16	
	2016	2017	2018	2019	2020
Ecart d'acquisition	32 847	34 220	34 566	34 586	32 638
Immobilisations incorporelles	60 642	67 267	151 005	170 284	177 650
Droits d'utilisation	-	-	-	29 490	27 161
Immobilisations corporelles	4 909	7 441	6 537	5 645	4 198
Immobilisations financières	2 476	2 141	2 572	2 571	2 319
Impôts différés actifs	10 478	10 336	11 012	11 152	9 611
Actif immobilisé	176 227	184 269	206 159	254 394	254 516
Stocks	111	82	146	59	37
Clients et comptes rattachés	50 282	55 066	58 047	53 237	74 235
Autres actifs courants	20 508	23 241	18 360	22 650	15 301
Trésorerie et équivalents de trésorerie	24 482	32 757	33 521	29 427	36 098
Actif circulant	95 382	111 146	110 075	105 373	125 671
Actif	271 609	295 415	316 234	359 767	380 187
Capitaux propres (part du groupe)	118 484	130 024	137 610	144 358	155 394
Intérêts ne conférant pas le contrôle	384	362	597	466	5
Total Capitaux propres	118 868	130 386	138 207	144 824	155 399
Provisions courantes	3 267	620	720	719	702
Engagements retraite et assimilés	4 316	4 347	4 333	5 704	5 917
Provisions	7 583	4 967	5 053	6 423	6 619
Endettement financier brut	92 909	93 329	110 152	112 620	121 263
Dettes de location	-	-	-	29 565	27 219
Dettes brutes	92 909	93 329	110 152	142 185	148 482
Fournisseurs et comptes rattachés	21 387	21 439	20 710	23 607	19 670
Autres passifs courants	30 862	45 294	42 112	42 728	50 017
Autres passifs	52 249	66 733	62 822	66 335	69 687
Passif	271 609	295 415	316 234	359 767	380 187

Sources : comptes consolidés 2016 à 2020

■ Actif immobilisé :

L'actif immobilisé est principalement composé d'immobilisations incorporelles, d'écarts d'acquisition et dans une moindre mesure, d'immobilisations corporelles et financières ainsi que d'impôts différés actifs.

Les écarts d'acquisition concernent à plus de 90% les métiers de l'édition en propre et de l'intégration de solutions de gestion. Il est à noter que l'augmentation des écarts d'acquisition en 2017 pour un montant total de 1.374 k€ résulte des acquisitions des sociétés NEREA BELGIUM et NEREA LUXEMBOURG. Quant à la baisse observée en 2020, celle-ci s'explique par la dépréciation du *goodwill* de la filiale PRODWARE UK en raison du contexte lié au Brexit et à la crise de la Covid-19 ainsi que du *goodwill* de la filiale NEREA LUXEMBOURG.



Les éléments comptabilisés en immobilisations incorporelles sont principalement des logiciels qui sont soit acquis soit développés en interne²⁰. Nous rappelons que PRODWARE a mis fin à la *joint-venture* israélienne RETAIL & DIGITAL VENTURE en 2018 et a récupéré les actifs incorporels apportés²¹ à cette société en 2016 (pour un montant d'environ 61 M€), ce qui explique la forte hausse des immobilisations incorporelles (logiciels) observée en 2018. Par ailleurs, les acquisitions de logiciels expliquent la hausse observée en 2020.

L'application de la norme IFRS 16 à partir de 2019 a entraîné la comptabilisation de droits d'utilisation à hauteur de 29.490 k€ en 2019 et de 27.161 k€ en 2020.

Les immobilisations corporelles sont principalement constituées d'agencements, de mobiliers, d'installations techniques, de matériel de transport et de matériel de bureau et informatique. Les immobilisations financières sont quant à elle principalement composées de dépôts de garantie et de prêts aux salariés.

Quant aux impôts différés actifs (9,6 M€), ceux-ci sont principalement constitués de déficits fiscaux reportables pour 8,6 M€, étant précisé que les déficits fiscaux reportables ayant donné lieu à la constatation d'un actif sont majoritairement en France et indéfiniment reportables. La baisse observée en 2020 des impôts différés actifs est liée à la sortie de PRODWARE ISRAËL du périmètre.

²⁰ Ce poste comprend l'activation des coûts de développement pour les logiciels développés en interne. Le Groupe précise dans ses comptes consolidés 2020 « Conformément à la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles », seuls les éléments dont le coût peut être déterminé de façon fiable et pour lesquels il est probable que les avantages économiques futurs iront au groupe sont comptabilisés en immobilisations ».

²¹ Etant précisé que l'activité RETAIL ET DIGITAL a été poursuivie exclusivement au sein du Groupe.



■ Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Tableau 4 - Evolution du BFR et de la variation de BFR sur la période 2016 - 2020

En k€ - Au 31 décembre	2016	2017	2018	2019	2020
Stocks	111	82	146	59	37
Clients et comptes rattachés	50 282	55 066	58 047	53 237	74 235
Autres débiteurs nets	18 848	21 014	15 754	20 022	13 015
Charges constatées d'avance	1 659	2 227	2 606	2 629	2 286
Autres actifs courants	20 508	23 241	18 360	22 650	15 301
Fournisseurs et comptes rattachés	(21 387)	(21 439)	(20 710)	(23 607)	(19 670)
Comptes courants d'associés	(66)	(94)	(42)	-	-
Dettes fiscales	(6 917)	(7 545)	(8 432)	(7 804)	(7 812)
Dettes sociales	(10 514)	(11 599)	(10 376)	(10 801)	(12 267)
Autres dettes dont produits constatés d'avance	(13 365)	(26 055)	(23 261)	(24 124)	(29 939)
Autres passifs courants	(30 861)	(45 295)	(42 112)	(42 728)	(50 017)
BFR	18 652	11 655	13 732	9 611	19 885
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires</i>	<i>39j</i>	<i>25j</i>	<i>28j</i>	<i>19j</i>	<i>42j</i>
<i>BFR en % du chiffre d'affaires</i>	<i>11%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>5%</i>	<i>12%</i>
Variation du BFR liée à l'activité	(1 200)	(6 997)	2 076	(4 121)	10 274
Autres variations (provisions)	1 790	-	899	854	(1 388)
Variation de BFR (provisions incluses)	590	(6 997)	2 975	(3 267)	8 886

Sources : comptes consolidés 2016 à 2020

L'activité de PRODWARE présente une certaine saisonnalité avec notamment une baisse d'activité aux mois de juillet et août compte tenu des vacances d'été. Pour ces raisons, le troisième trimestre de PRODWARE est souvent le plus faible de chaque exercice.

Par ailleurs, le Groupe connaît historiquement une hausse des ventes de licences au quatrième trimestre. En raison de l'utilisation, par les clients, des budgets alloués aux projets informatiques avant la fin de chaque exercice.

L'augmentation des ventes par abonnement (SaaS) sur la période, qui se comptabilisent sur la durée de vie des contrats (et non pas en une seule fois comme pour les ventes de licences « On Premise » comme indiqué ci-avant), a un impact favorable sur le BFR, qui diminue entre 2016 et 2019. Dans le contexte de la crise de la Covid-19, le BFR atteint son plus haut niveau à 19.885 k€ (soit 42 jours de chiffre d'affaires) au 31 décembre 2020, contre 9.611 k€ (soit 19 jours de chiffre d'affaires) un an plus tôt. Ceci s'explique principalement par un fort accroissement des délais de paiements clients.

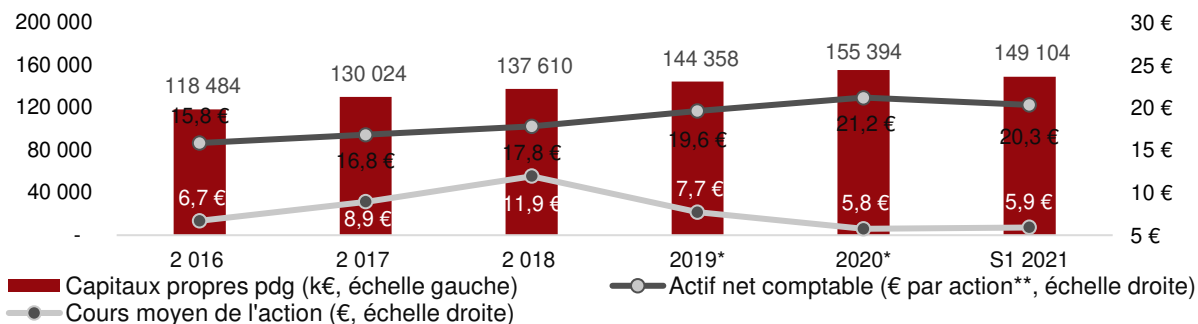
■ Structure financière :

Capitaux propres

L'évolution des capitaux propres part du groupe et de l'actif net comptable par action PRODWARE qui en résulte sur la période 2016 - 2020 est présentée ci-après :



Figure 12 - Evolution des capitaux propres part du groupe, de l'actif net comptable consolidé par action PRODWARE et du cours moyen de l'action PRODWARE sur la période 2016 – 30 juin 2021



* Après application de la norme IFRS 16

** L'actif net comptable par action a été calculé sur la base du nombre d'actions en circulation à la clôture de chaque exercice ou semestre. Il est précisé que l'actif net comptable consolidé par action au 30 juin 2021 présenté ci-dessus diffère de celui présenté au §5.1.1, ce dernier étant calculé sur une base pleinement diluée.

Sources : comptes consolidés 2016 à 2020, analyses FINEXSI

Les capitaux propres progressent entre 2016 et 2020, du fait d'une distribution limitée de dividendes sur la période (respectivement 0,04€, 0,06€, 0,04€ de dividende par action PRODWARE au titre des exercices 2016, 2017, 2018, et aucun dividende en 2019 et 2020). Sur l'ensemble de la période, l'actif net comptable consolidé par action apparaît supérieur au cours de bourse moyen de la Société.

Sur la période, les principales opérations sur le capital sont la mise en œuvre en 2017 de deux réductions de capital par annulation de 776.460 actions auto-détenues, pour un montant de 5,5 M€²², et l'exercice de BSA émis en 2012 pour 1,8 M€, conduisant à la création de 316.900 actions nouvelles.

²² Conduisant à une relation de 9,46% du capital.



Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de PRODWARE (hors dettes IFRS 16) sur la période 2016 - 2020 est présentée ci-après :

Tableau 5 - Evolution de l'endettement financier net de PRODWARE sur la période 2016 - 2020

En k€	Avant IFRS 16				
	2016	2017	2018	2019	2020
Endettement non courant (emprunts bancaires et obligataires)	69 194	67 676	87 429	85 688	91 052
Intérêts courus sur emprunts	544	525	1 094	1 315	1 251
Découverts bancaires	23 172	25 129	21 629	25 617	28 960
Endettement courant	23 716	25 653	22 723	26 932	30 211
Endettement financier	92 909	93 329	110 152	112 620	121 263
Dettes de location	-	-	-	-	-
Dettes brutes	92 909	93 329	110 152	112 620	121 263
Equivalents de trésorerie	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Disponibilités	(24 480)	(32 755)	(33 519)	(29 425)	(36 096)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(24 482)	(32 757)	(33 521)	(29 427)	(36 098)
Endettement financier net	68 428	60 572	76 631	83 193	85 165

Sources : comptes consolidés 2016 à 2020

Au 31 décembre 2017, l'endettement financier net, s'établissant à 60.572 k€, est en baisse de 7.856 M€ par rapport à 2016, compte tenu de la génération de trésorerie sur l'exercice, étant précisé que les dettes financières sont globalement stables.

En juillet 2018, PRODWARE a procédé au refinancement de sa dette bancaire et obligataire, en bénéficiant d'une nouvelle maturité. Un nouvel emprunt bancaire a été conclu pour un montant de 92.500 k€.

Sur les deux exercices suivants, l'endettement financier net du Groupe est plutôt stable en montant (83,2 M€ et 85,2 M€). Il est toutefois en hausse par rapport à fin 2018 (+6,6 M€) compte tenu notamment de la baisse de la trésorerie.

L'endettement financier net s'établit à 85.165 k€ en 2020 avant application de la norme IFRS 16, représentant un *Gearing*²³ de 54,8% contre 57,6% un an plus tôt. Au 31 décembre 2020, le levier financier²⁴ s'établit à 1,7x avant IFRS 16 (en ligne avec l'exercice précédent).

²³ Ratio de dette financière nette / capitaux propres part du Groupe.

²⁴ Correspondant au ratio d'endettement financier net/EBITDA.



4.4.3. Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution des flux de trésorerie de PRODWARE sur la période 2016 - 2020 est résumée ci-après :

Tableau 6 - Evolution des flux de trésorerie de PRODWARE sur la période 2016 - 2020

En k€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16	
	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net total des entités consolidées	9 470	11 572	9 233	10 419	11 128
Elimination de la quote-part de résultat des sociétés MEE	(65)	(586)	(49)	(399)	(573)
Dividendes reçus des mises en équivalence	150	170	150	200	300
Dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions	15 514	10 858	14 406	30 209	31 139
Elements calculés liés aux stock-options et assimilés	-	1 229	282	-	(57)
Eléments calculés ou gains/perte liés aux var,de juse valeur	-	-	-	-	-
Elimination des plus ou moins-values de cession d'actifs	958	(221)	(652)	521	(3 262)
Capacité d'autofinancement après coût de l'endettement financier	26 025	23 021	23 370	40 951	38 675
Coût de l'endettement financier	3 476	3 459	4 555	4 914	3 694
Charge d'impôt de la période, y compris impôts différés	95	371	(264)	822	2 250
CAF avant coût de l'endettement financier et impôt	29 596	26 852	27 661	46 686	44 619
Variation du BFR lié à l'activité (provisions incluses)	(590)	6 997	(2 975)	3 267	(8 886)
Flux nets de trésorerie générés par l'exploitation	29 006	33 849	24 686	49 953	35 732
Acquisitions d'immobilisations	(44 549)	(25 452)	(36 191)	(37 129)	(26 595)
Cessions d'immobilisations	246	806	128	84	3 905
Réduction des autres immobilisations financières	-	-	-	120	285
Incidence des variations de périmètre	(36)	(141)	12	(9)	(187)
Flux tréso actifs non courants à céder et act abandonnées	1 750	2 370	-	-	-
Flux nets de trésorerie générés par l'investissement	(42 589)	(22 418)	(36 051)	(36 934)	(22 592)
Emissions d'emprunts	72 313	4 875	93 095	1 268	8 012
Remboursements d'emprunts	(39 876)	(7 496)	(72 849)	(14 181)	(13 948)
<i>Dont remboursement des droits d'utilisation (IFRS 16)</i>	-	-	-	(11 346)	(11 230)
Coût de l'endettement financier	(3 476)	(3 459)	(4 555)	(4 914)	(3 694)
Dividendes reçus/versés de la société mère	(243)	(312)	(464)	(297)	-
Augmentations / réductions de capital	310	2 075	288	(245)	-
Cessions (acq.) nettes d'actions propres	(4 780)	(718)	(302)	(2 773)	(170)
Flux nets de trésorerie générés par les opérations de financement	24 246	(5 035)	15 213	(21 142)	(9 801)
Variation de change sur la trésorerie	6	(77)	(115)	40	(11)
Variation de trésorerie	10 669	6 319	3 734	(8 083)	3 328
Trésorerie et équivalents de trésorerie, début de période	(9 224)	1 308	7 627	11 890	3 808
Reclassement d'ouverture ou autres	(137)	-	530	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie, fin de période	1 308	7 627	11 890	3 808	7 136

Sources : comptes consolidés 2016 à 2020



■ Flux de trésorerie opérationnels

Sur la période 2016 - 2020, les flux de trésorerie opérationnels sont principalement le reflet des variations observées sur le résultat net total des entités consolidées (cf. §4.4.1), les dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions ainsi que sur le BFR (cf. Tableau 5).

Ces flux atteignent un point bas en 2018 à 24.686 k€, compte tenu de la variation de BFR défavorable.

En 2019, les flux de trésorerie opérationnels augmentent fortement du fait de (i) l'incidence de l'application de la norme IFRS 16 qui a un impact favorable sur les flux d'exploitation,²⁵ mais dont l'incidence est compensée par un impact en sens inverse au niveau des opérations de financement et de (ii) la variation positive de BFR, notamment grâce à la baisse des créances clients ainsi qu'à l'allongement des délais de règlement des fournisseurs.

L'année suivante, la forte hausse du BFR dans le contexte de la crise de la Covid-19 est la principale explication de la moindre génération de trésorerie opérationnelle (35.732 k€ contre 49.953 k€ un an plus tôt), en plus de l'élimination de la plus-value de 3.262 k€ provenant de la cession des titres de la filiale PRODWORD ISRAËL.

■ Flux de trésorerie liés aux investissements

En 2016, les acquisitions d'immobilisations s'élèvent à 44,5 M€, en lien notamment avec la prise de participation à hauteur de 44,9% dans la *Joint-Venture* « RETAIL AND DIGITAL VENTURE LTD ».

L'année suivante, le Groupe a réduit ses activités de R&D au service de son offre logicielle, tout comme en 2020 en réponse à la crise de la Covid-19. En effet, le Groupe a adapté la gestion de sa trésorerie à la crise sanitaire en réduisant ses investissements. Pour ces raisons, les flux de trésorerie liés aux investissements s'établissent à -22.592 k€ en 2020, après la cession de la participation dans la filiale israélienne en septembre 2020, étant précisé que le centre de R&D de PRODWORD en Israël ainsi que de SCALE UP 365X n'ont pas été cédés. Ce niveau est comparable à celui de 2017, mais reste nettement inférieur à ce qui avait pu être atteint les autres années.

■ Flux de trésorerie liés aux financements

Sur la période analysée, la variation des flux de trésorerie liés aux financements s'explique principalement par la souscription et le remboursement d'emprunts, les années 2019 et 2020 étant significativement impactées par le remboursement des droits d'utilisation en lien avec l'application de la norme IFRS 16 (respectivement 11,3 M€ et 11,2 M€). Le coût de l'endettement financier apparaît pour sa part relativement stable

À noter également le rachat par la Société d'environ 390.000 actions propres durant de l'exercice 2019, soit environ 5% du capital de la Société, dans le cadre du programme de rachat d'actions.

²⁵ Elimination des charges de loyers et constatation d'amortissements



4.4.4. Activité du premier semestre 2021²⁶

Compte de résultat

Les comptes semestriels ne font pas fait l'objet d'un audit ni d'une revue de la part des commissaires aux comptes de la Société, celle-ci n'étant pas soumise à l'obligation de publication des comptes consolidés semestriels compte tenu de sa cotation sur le marché (EURONEXT GROWTH, anciennement ALTERNEXT).

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de PRODWARE au premier semestre 2021 par rapport au 30 juin 2019 et 2020 (données également non auditées) est résumée ci-après :

²⁶ Rapport financier semestriel au 30 juin 2021 publié le 29 octobre 2021.



Tableau 7 - Compte de résultat consolidé de PRODWARE au premier semestre 2021

En ké	6 mois (Après IFRS 16)			Variation % 2021 vs. 2020
	S1 2019	S1 2020	S1 2021	
Chiffre d'affaires	91 031	85 501	81 582	-4,6%
<i>% croissance</i>	<i>n/a</i>	<i>-6,1%</i>	<i>-4,6%</i>	
Achats consommés	(28 579)	(27 778)	(25 885)	-6,8%
Marge brute	62 452	57 723	55 696	-3,5%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>68,6%</i>	<i>67,5%</i>	<i>68,3%</i>	
Charges externes	(9 561)	(7 891)	(9 303)	17,9%
Charges de personnel	(31 068)	(25 408)	(26 974)	6,2%
Autres produits et charges opérationnels courants	459	(545)	(704)	29,2%
EBITDA	22 283	23 880	18 715	-21,6%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>24,5%</i>	<i>27,9%</i>	<i>22,9%</i>	
Impôts et taxes	(404)	(498)	(648)	30,3%
Dotations nettes aux amortissements*	(14 627)	(15 574)	(19 088)	22,6%
Résultat opérationnel courant	7 252	7 808	(1 021)	-113,1%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>-1,3%</i>	
Autres produits/charges opérationnels non courants	400	(259)	(50)	-80,6%
Résultat opérationnel (EBIT)	7 652	7 549	(1 072)	-114,2%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>-1,3%</i>	
Coût de l'endettement financier net	(1 859)	(1 845)	(1 979)	7,3%
Charges financières sur droit d'utilisation	(124)	(162)	(183)	13,2%
Autres produits et charges financiers	(625)	(1 818)	(915)	-49,7%
Résultat financier	(2 608)	(3 825)	(3 078)	-19,5%
Quote-part dans les entreprises associées	319	208	126	-39,5%
Résultat avant impôts	5 363	3 932	(4 024)	-202,3%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>5,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-4,9%</i>	
Impôts	(455)	184	(2 275)	-1336,5%
<i>% du résultat avant impôts</i>	<i>-8%</i>	<i>5%</i>	<i>56,5%</i>	
Résultat Net	4 908	4 116	(6 299)	-253,0%
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,8%</i>	<i>-7,7%</i>	
dont résultat net part du Groupe	5 061	4 213	(6 300)	-249,5%
dont intérêts minoritaires	153	97	(1)	-100,6%

*En ce compris la dépréciation exceptionnelle d'environ 5M€ (logiciels « On Premise ») comptabilisée au 30 juin 2021.

Sources : Rapports financiers semestriels au 30 juin 2021, 2020 et 2019

Le premier semestre 2021 fait état d'un chiffre d'affaires de 81,6 M€, en baisse de -4,6% par rapport au 30 juin 2020. En *pro forma* (i.e. retraité de la cession de la filiale tunisienne et de la cession de l'activité d'intégration en Israël), l'activité aurait été en hausse de +2,3%. L'activité de ce semestre confirme les tendances observées récemment et accentuées par la crise de la Covid-19, à savoir l'accélération des ventes en mode *SaaS* (+22,0% en *pro forma*) au détriment des ventes de licences « On Premise » qui sont de nouveau en baisse.

L'EBITDA est en baisse de 5,0 points à 22,9% du chiffre d'affaires en raison de la hausse des charges externes et des charges de personnel.

Compte tenu de la diminution des ventes de licences en mode « On Premise » et des perspectives d'évolutions défavorables à venir sur ce segment, PRODWARE a constaté une dépréciation exceptionnelle d'environ 5 M€ au premier semestre, et envisage des dépréciations exceptionnelles complémentaires au second semestre 2021 et en 2022.



Pour ces raisons, le résultat opérationnel est déficitaire (-1,1 M€ contre 7,5 M€ un an plus tôt).

Le résultat net s'établit à -6,3 M€, contre 4,1 M€ au 30 juin 2020.

Bilan

L'évolution du bilan de PRODWARE au 30 juin 2021 est résumée ci-après :

Tableau 8 - Bilan de PRODWARE au 30 juin 2021

En k€	Après-IFRS 16		
	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Ecart d'acquisition	34 586	32 638	32 638
Immobilisations incorporelles	170 284	177 650	184 076
Droits d'utilisation	29 490	27 161	34 045
Immobilisations corporelles	5 645	4 198	3 637
Immobilisations financières	2 571	2 319	2 446
Impôts différés actifs	11 152	9 611	7 857
Actif immobilisé	254 394	254 516	265 314
Stocks	59	37	38
Clients et comptes rattachés	53 237	74 235	68 820
Autres actifs courants	22 650	15 301	18 593
Trésorerie et équivalents de trésorerie	29 427	36 098	28 440
Actif circulant	105 373	125 671	115 891
Actif	359 767	380 187	381 205
Capitaux propres (part du groupe)	144 358	155 394	149 104
Intérêts ne conférant pas le contrôle	466	5	5
Total Capitaux propres	144 824	155 399	149 110
Provisions courantes	719	702	728
Engagements retraite et assimilés	5 704	5 917	5 879
Provisions	6 423	6 619	6 607
Endettement financier brut	112 620	121 263	120 958
Dettes de location	29 565	27 219	34 054
Dettes brutes	142 185	148 482	155 012
Fournisseurs et comptes rattachés	23 607	19 670	20 510
Autres passifs courants	42 728	50 017	49 966
Autres passifs	66 335	69 687	70 476
Passif	359 767	380 187	381 205

Sources : Rapports financiers semestriels au 30 juin 2021, et comptes consolidés 2020 et 2019

Au 30 juin 2021, les capitaux propres de PRODWARE s'établissent à 149,1 M€, soit 20,3€²⁷ par action PRODWARE en raison du résultat déficitaire du semestre.

La dépréciation exceptionnelle d'environ 5 M€ évoquée ci-avant est comptabilisée dans le poste « immobilisations incorporelles ».

²⁷ Sur la base du nombre d'actions en circulation au 30 juin 2021. Sur une base diluée, l'actif net comptable s'établit à 16,11€ par action.



Les dettes de loyers comptabilisées en application de la norme IFRS 16 s'élèvent à 34,1 M€ (27,2 M€ au 31 décembre 2020). Compte tenu de la hausse de ces dettes de loyers, de la stabilité de l'endettement financier brut et de la baisse de la trésorerie et équivalents de trésorerie, l'endettement financier net s'établit à 126,6 M€²⁸ au 30 juin 2021 après application de la norme IFRS 16 (contre 112,4 M€ au 31 décembre 2020).

Le poste « autres passifs courants » intègre le préfinancement de créances clients pour un montant de 21,2 M€ au 30 juin 2021.

Perspectives

Sur les neuf premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires s'élève à 112,8 M€, en baisse de -4,2% (mais en hausse de +2,3% en *pro forma*), étant précisé que les ventes en mode *SaaS* représentent 24,8% du chiffre d'affaires global du Groupe contre 21,6% sur les neuf premiers mois de l'exercice précédent.

Cette accélération des ventes en mode *SaaS* devrait se poursuivre au second semestre 2021 et au-delà. Le Groupe devrait se concentrer sur le redressement de sa rentabilité en développant des offres de services à forte valeur ajoutée comme le lancement d'offres de Cybersécurité.

²⁸ 92,5 M€ avant IFRS 16 (contre 85,2 M€ au 31 décembre 2020).

4.5. Matrice SWOT

Les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 13 - Matrice SWOT de la Société



Sources : Société, analyses FINEXSI



5. Evaluation des actions de la société PRODWARE

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société PRODWARE en *standalone*, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. On relève d'ailleurs que l'Actif net comptable consolidé de Prodware est structurellement en décalage significatif par rapport à la capitalisation boursière (cf. §4.4.2).

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de PRODWARE au 30 juin 2021 s'établit à 149,1 M€, soit 16,11€²⁹ par action PRODWARE sur une base diluée, sans que ce montant n'intègre les pertes attendues au titre du second semestre 2021 et des exercices suivants³⁰, étant précisé que les capitaux propres tangibles sont négatifs depuis 2018.

En effet, l'actif net comptable est notamment conditionné par le résultat des *impairment tests*, lesquels ont été réalisés au 31 décembre 2020 à partir du plan stratégique annoncé au marché le 4 mars 2021, lors de la présentation des résultats de l'exercice 2020. La réorientation stratégique du Groupe vers le *SaaS*, destinée à adapter le *business model* aux nouvelles réalités du marché devrait induire des dépréciations exceptionnelles³¹, au second semestre 2021 et en 2022, des immobilisations incorporelles développées en interne et liées aux logiciels « *On Premise* ». Le Groupe a ainsi annoncé³² un total de 20 millions d'euros de dépréciation exceptionnelle des immobilisations incorporelles sur 2021 et 2022.

5.1.2. Actif net comptable réévalué


La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et

²⁹ Sur la base de 9.254.740 actions au 30 juin 2021 (cf. §5.3.2).

³⁰ Le plan d'affaires 2021e – 2025e du management prévoit que le résultat net consolidé du Groupe sera négatif sur l'ensemble de la période.

³¹ Le plan d'affaires 2021e – 2025e du management prévoit des dépréciations exceptionnelles de 12 M€ en 2021 (dont 5 M€ ont déjà été comptabilisées au premier semestre) et de 8 M€ en 2022.

³² Voir section 3.3.2 du projet de note d'information en date du 25 octobre 2021 et section 1.1.2 du projet de note en réponse du 2 novembre 2021.



cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de PRODDWARE.

5.1.3. Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Le Groupe n'a pas annoncé de politique de distribution à court et moyen terme, étant rappelé qu'aucun dividende n'a été distribué lors des deux derniers exercices clos. De plus, le contrat de refinancement de la dette du Groupe conclu avec TIKEHAU présente certaines clauses limitant la capacité distributive de la Société en fonction de son ratio de levier. Pour ces raisons, la mise en œuvre de cette méthode ne nous semble pas pertinente.

5.1.4. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions de la Société PRODDWARE sont à retenir, dès lors que le groupe n'est pas confronté à des difficultés remettant en cause la continuité de son exploitation.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence au cours de bourse du titre PRODDWARE ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ci-après « DCF »).

À titre secondaire, nous avons retenu :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés lors de transactions comparables intervenues récemment dans le secteur sur lequel opère PRODDWARE ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre PRODDWARE.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3. Données de référence de la société PRODWARE

5.3.1. Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2021 (7.741.000 actions hors actions de préférence gratuites), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (409.158 actions) à cette même date, retraité des 15.402 actions gratuites attribuées en juillet 2021 par prélèvement sur le stock d'auto-détention, soit un nombre de 7.347.244.

Les instruments dilutifs en circulation au 30 juin 2021 (cf. §1.1.2) correspondent aux (i) BSAANE, et ii) aux actions de préférence gratuites :

- Il existe plusieurs plans de BSAANE³³, avec des prix d'exercice différents. Compte tenu du prix d'Offre, 1.606.000 BSAANE (relatifs aux plans de mars 2016, avril 2017 et juin 2017) sont dans la monnaie. Nous avons donc pris en compte dans nos calculs la trésorerie générée par l'exercice de ces BSAANE (13,1 M€ - cf. § 5.3.2) ainsi que leur impact dilutif (1.606.000 actions). Il est à noter que les 363.300 BSAANE émis en octobre 2018 ne sont pas dans la monnaie (prix d'exercice de 13,19€) au regard du prix d'Offre. Leur impact dilutif n'a donc pas été pris en compte ;
- Compte tenu des conditions de performance, les 7.042 actions de préférence gratuites donneraient droit, en cas de conversion, à 301.500 actions ordinaires. Ces actions de préférence gratuites peuvent être librement converties par leurs bénéficiaires jusqu'au 20 juin 2027.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 9.254.744.

Tableau 9 - Nombre d'actions dilué retenu au 30 juin 2021

	30/06/2021
Nombre d'actions composant le capital social hors actions de préférence gratuites	7 741 000
Retraitement de l'autocontrôle	(393 756)
Prise en compte des instruments dilutifs	1 907 500
<i>dont BSAANE</i>	<i>1 606 000</i>
<i>dont actions de préférence gratuites donnant droit à des actions ordinaires</i>	<i>301 500</i>
Total	9 254 744

Sources : Société, analyses FINEXSI

5.3.2. Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de PRODWARE tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2021.

La dette financière nette ajustée au 30 juin 2021 a été déterminée comme suit :

³³ Plan de mars 2016 (536.000 BSAANE), avril 2017 (510.000 BSAANE), juin 2017 (560.000 BSAANE) et octobre 2018 (363.300 BSAANE).

Tableau 10 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres PRODWARE au 30 juin 2021 avant IFRS 16

En k€	30/06/2021
Endettement non courant (emprunts bancaires et obligataires simples)	(89 332)
Endettement courant	(31 626)
Endettement financier	(120 958)
Dettes brutes	(120 958)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	28 440
Endettement financier net	(92 518)
Prêts aux salariés	1 578
Participations dans les entreprises associées	615
Intérêts minoritaires	(5)
Déficits fiscaux reportables actualisés	10 517
Provisions (litiges prud'homaux et commerciaux)	(728)
Engagements retraite nets des IDA comptabilisés	(4 923)
Exercice des BSAANE dans la monnaie	13 132
Préfinancement des créances clients	(21 151)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - cash / (dette)	(93 484)

Sources : Société, analyses FINEXSI


L'endettement financier net, hors prise en compte de la dette IFRS 16 s'établissant à 92,5 M€ au 30 juin 2021, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part. Par ailleurs, nous avons inclus dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, les principaux éléments suivants :

- Les prêts aux salariés comptabilisés en immobilisations financières pour un montant de 1.578 k€ au 30 juin 2021 ;
- Les participations dans les entreprises associées³⁴ pour un montant de 615 k€ (PRODWARE détient 50% du capital de CKL SOFTWARE GMBH, intégrée par mise en équivalence). Selon le management, ce montant, correspondant à la quote-part de capitaux propres au 30 juin 2021, représente une bonne approximation de la valeur réelle de CKL SOFTWARE GMBH ;
- Les déficits fiscaux activés et non activés au 30 juin 2021 (10.517 k€). Ces déficits fiscaux ont été actualisés en fonction de leur horizon de consommation puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont par conséquent pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans le DCF ;
- Les provisions³⁵ pour risques d'un montant de -728 k€ correspondant à des litiges prud'homaux et commerciaux ;
- Les engagements retraite et assimilés³⁶ d'un montant de -4.923 k€ (nets de l'impôt différé actif comptabilisé) au 30 juin 2021 ;
- La trésorerie générée (13,1 M€) par l'exercice de 1.606.000 BSAANE dans la monnaie, compte tenu du prix d'Offre ;

³⁴ Nous précisons qu'en contrepartie nous n'avons pas pris en compte les dividendes à remonter de cette société dans les flux du plan d'affaires.

³⁵ Ces provisions ne sont pas décaissées dans les flux du plan d'affaires.

³⁶ Ces provisions ne sont pas décaissées dans les flux du plan d'affaires.

- 
- Le préfinancement des créances clients pour un montant de -21.151 k€ au 30 juin 2021, et remboursé au début du second semestre 2021 suite à la mise en place du refinancement obligataire avec TIKEHAU.

Après retraitements, l'endettement financier net, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établit à -93.484 k€ au 30 juin 2021.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses (cf. § 5.4.2). En conséquence, la trésorerie nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 34,1 M€ au 30 juin 2021.

5.4. Mise en œuvre de la valorisation PRODWARE

5.4.1. Analyse du cours de bourse de PRODWARE (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

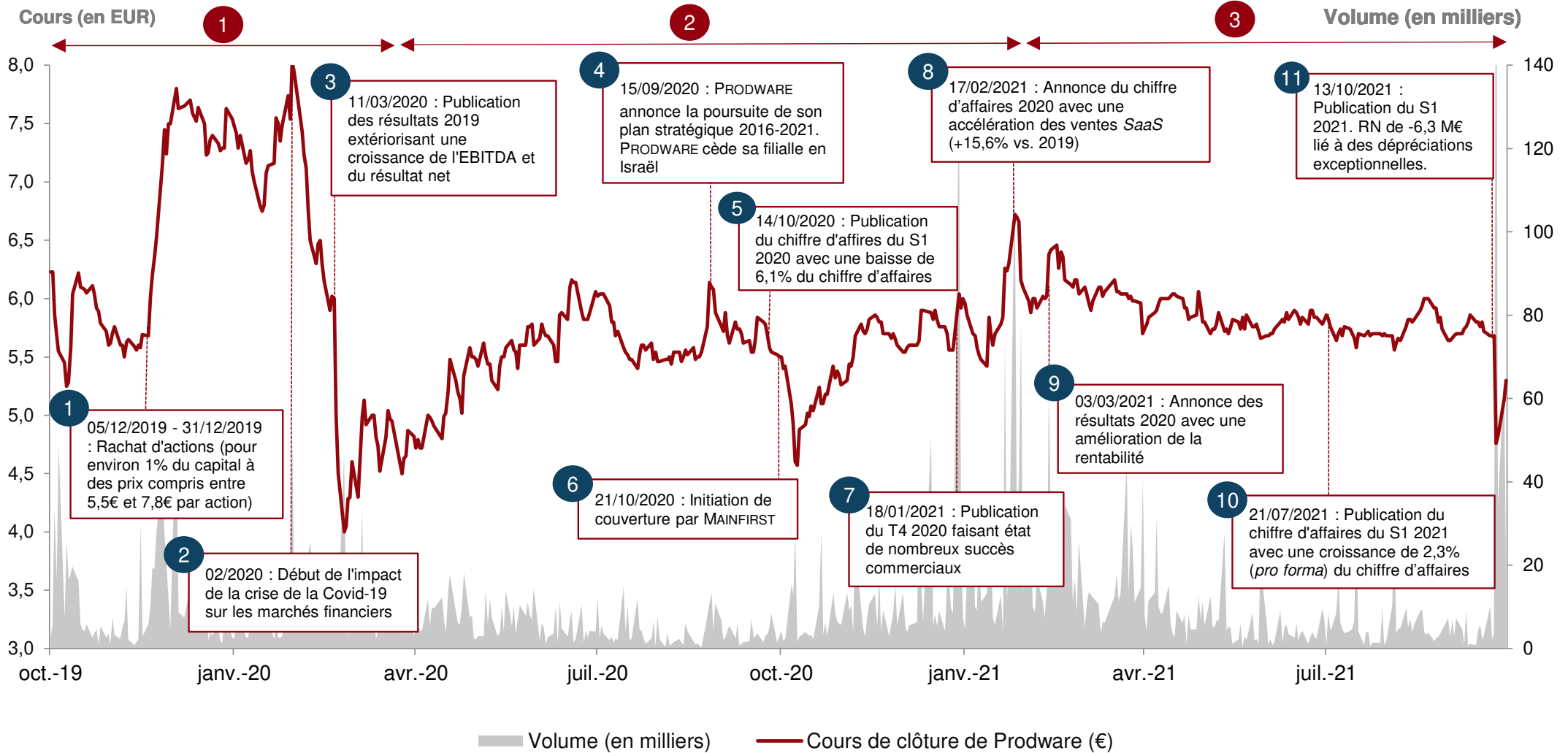
Les actions PRODWARE sont cotées sur le marché EURONEXT GROWTH d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR0010313486- ALPRO). Nous rappelons que les actions PRODWARE ont été introduites en bourse le 7 avril 2006.

Nous avons analysé le cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre *i.e.* jusqu'à la clôture du 19 octobre 2021. En effet, PHAST INVEST a annoncé le mercredi 20 octobre 2021 avant ouverture du marché, le projet d'Offre Publique d'Achat volontaire en numéraire au prix de 8,80€ par action PRODWARE.

Evolution du cours de bourse du titre PRODWARE


Le cours de bourse du titre PRODWARE a évolué comme suit sur une période de deux ans (du 19 octobre 2019 au 19 octobre 2021) :

Figure 14 - Evolution du cours de bourse du titre PRODWARE sur deux ans jusqu'au 19 octobre 2021 (veille de l'annonce de l'Offre)



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI





Nous distinguons trois phases d'évolution du cours sur la période analysée. La première phase correspond à la période précédant l'impact de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers et s'étend d'octobre 2019 à mi-février 2020. La deuxième phase s'étend de mi-février 2020 à mi-février 2021 et tient compte de l'impact de la crise sanitaire ainsi que de la reprise qui a suivi. Quant à la dernière phase, celle-ci s'établit de mi-février 2021 au 19 octobre 2021 :

1. Sur une période de 6 mois avant la chute des marchés financiers liée à la crise de la Covid 19, le cours du titre PRODDWARE a oscillé entre un plus bas à 5,25€ atteint le 29 octobre 2019 et un plus haut à 8,03€ atteint le 19 février 2020. Les opérations de rachat d'actions initiées par le Groupe (**n°1**) entre le 5 décembre 2019 et le 31 décembre 2019 à des prix compris entre 5,58€ et 7,80€ par action ont pu contribuer à soutenir le cours de bourse qui fait état d'une croissance de +36,0% sur cette période (rachat d'environ 60.000 actions PRODDWARE, soit environ 1,0% du capital³⁷).

Ainsi, sur cette première période, le cours du titre PRODDWARE a augmenté de +28,9%.

2. L'apparition de la crise de la Covid-19 (**n°2**) s'est traduite par une forte baisse du cours de bourse qui a atteint son plus bas le 16 mars 2020 à 4,0€, chutant ainsi de -50,2% par rapport au cours de 8,03€ du 19 février 2020. Depuis ce point bas, et jusqu'au 15 février 2021, le cours s'est inscrit dans une tendance haussière à l'instar du marché (+50,4%), en progressant notamment de +68,0% au rythme des annonces de la Société :

- La publication des résultats de l'exercice 2019 le 11 mars 2020, quelques jours avant l'annonce du premier confinement en France, fait état d'une hausse de l'EBITDA de +10,0% ainsi que d'une hausse du résultat net de +17,4%. Cette performance est à mettre en regard de la hausse des ventes en mode SaaS de +34,8% par rapport à l'exercice précédent (**n°3**) ;
- Le 15 septembre 2020, PRODDWARE a annoncé la poursuite de son plan stratégique 2016 - 2021 avec la réallocation de ses ressources, la cession de ses entités israélienne et tunisienne, et le renforcement de son offre afin d'accompagner les PME, les ETI et les filiales des grands comptes dans leur transformation digitale (**n°4**) ;
- La publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2020, le 14 octobre 2020, fait état d'une baisse de l'activité de -6,1%. Toutefois, l'EBITDA est en hausse de +7,2% grâce notamment à la baisse des charges externes et des charges de personnel dans le contexte de la crise sanitaire, respectivement de -17,5% et de -18,0% (**n°5**). Cette résilience n'a pas été saluée par le marché, le titre PRODDWARE perdant -5,3% sur les six séances consécutives ;
- Le 21 octobre 2020, MAINFIRST annonce l'initiation de la couverture du titre PRODDWARE, avec une recommandation d'achat et un objectif de cours fixé à 10€ par action PRODDWARE (**n°6**) ;
- Au cours du 4^{ème} trimestre 2020, PRODDWARE a constaté une reprise de l'activité avec de nombreux succès commerciaux compte tenu des investissements technologiques réalisés par les nouveaux clients souhaitant revoir leurs processus opérationnels, ainsi que d'une demande soutenue par les clients déjà existants (**n°7**) ;

³⁷ Il est à noter que sur l'ensemble de l'exercice 2019, PRODDWARE a acquis 390.000 actions Proddware, soit environ 5,0% du capital.



3. Le début de la troisième phase est à mettre en regard du contexte de l'annonce, en mars 2021, du troisième confinement en France. Il est à noter que les différentes publications de la Société sur cette période ont un impact plutôt défavorable sur l'évolution du cours de bourse à l'instar de :
- La publication du chiffre d'affaires de l'exercice 2020, le 17 février 2021, avec un chiffre d'affaires en baisse de -8,1%. Le cours de bourse fait état d'une baisse de -11,7% sur les 4 séances suivantes (**n°8**) ;
 - Toutefois, en dépit de cette baisse de chiffre d'affaires de -8,1%, les résultats de l'exercice 2020 publiés le 3 mars 2021 sont salués par le marché (+6,0%). L'EBITDA et le résultat net part du groupe sont en progression de +3,1% et de +7,4% respectivement (**n°9**) ;
 - Depuis cette dernière date, le cours de bourse s'est inscrit dans une tendance baissière, malgré la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2021 avec un chiffre d'affaires en hausse de +2,3% (*pro forma*³⁸) soutenu par les ventes en mode *SaaS* (+16%) (**n°10**) ;
 - La Société a annoncé le 13 octobre après bourse les résultats du premier semestre 2021 (**n°11**). La publication confirme les tendances observées précédemment, avec l'accélération des ventes en mode *SaaS* (+16,0% en *pro forma*) au détriment des ventes de licences « *On Premise* ». L'EBITDA est en baisse de 500 points de base à 22,9% du chiffre d'affaires compte tenu de la hausse des charges externes et des charges de personnel. Le résultat net s'établit à -6,3 M€, contre 4,2 M€ au 30 juin 2020 en raison notamment de la constatation d'une dépréciation exceptionnelle d'environ 5 M€ sur les actifs « *On Premise* » compte tenu des perspectives défavorables de ce mode de commercialisation. Pour ces raisons, le cours de bourse fait état d'une forte baisse de -16,2% à la clôture de la séance suivante.

Ainsi, sur cette troisième période, le cours du titre PRODDWARE a diminué de -20,4%.

Nous rappelons que PHAST INVEST a annoncé le lancement d'une Offre Publique d'Achat sur les actions PRODDWARE au prix de 8,80€ par action le 20 octobre 2021 avant l'ouverture du marché. Le cours avant l'annonce de l'Offre (à la clôture du 19 octobre 2021) s'établissait à 5,30€. La cotation des actions PRODDWARE sur Euronext Paris a été suspendue le 20 octobre 2021 et a repris le 21 octobre 2021. Depuis, le cours du titre PRODDWARE s'est ajusté légèrement en-dessous du prix d'Offre, autour de 8,60€ par action.

Analyse de la liquidité du titre PRODDWARE

Avant l'annonce de l'Offre, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de vingt-quatre mois :

³⁸ C'est-à-dire retraité du chiffre d'affaires de la filiale tunisienne et de l'activité Intégration en Israël cédées en cours d'exercice 2020.

Tableau 11 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes jusqu'au 19 octobre 2021

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 8,8€	Volumes échangés (en k)		Capital échangé (en k)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (19/10/2021)	5,30	+66,0 %	21	21	112	112	0,3 %	0,3 %	0,6 %	0,6 %
CMPV 1 mois	4,93	+78,5 %	18	403	90	1 989	0,2 %	5,5 %	0,5 %	10,8 %
CMPV 60 jours	5,20	+69,2 %	10	621	54	3 230	0,1 %	8,5 %	0,3 %	16,6 %
CMPV 3 mois	5,24	+68,1 %	10	667	53	3 492	0,1 %	9,1 %	0,3 %	17,8 %
CMPV 6 mois	5,47	+60,9 %	9	1 115	47	6 100	0,1 %	15,2 %	0,2 %	29,8 %
CMPV 12 mois	5,78	+52,2 %	12	3 154	71	18 228	0,2 %	42,9 %	0,3 %	84,1 %
CMPV 24 mois	5,86	+50,1 %	10	5 217	60	30 586	0,1 %	71,0 %	0,3 %	137,4 %
Plus haut 12 mois (15/2/2021)	6,72	+31,0 %								
Plus bas 12 mois (29/10/2020)	4,57	+92,6 %								
Plus haut 24 mois (19/2/2020)	8,03	+9,6 %								
Plus bas 24 mois (16/3/2020)	4,00	+120,0 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 19 octobre 2021), le volume des actions PRODWARE échangées est de 3,2 millions d'actions (soit environ 12 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 42,9% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 84,1%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 5,2 millions (soit environ 10 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 71,0% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 137,4%.

Ces constats démontrent que la liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux suffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence de valorisation pertinente.

Au cours des 24 derniers mois avant la date d'annonce de l'Offre, le cours de l'action PRODWARE a oscillé entre un plus haut atteint le 19 février 2020 à 8,03€ et un plus bas atteint le 16 mars 2020 à 4,00€. Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre (le 19 octobre 2021) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de +66,0% et de +69,2%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise des primes comprises entre +52,2% et +78,5%.


5.4.2. L'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de PRODWARE. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

Présentation du plan d'affaires 2021E - 2025E du management

Le management a établi un plan d'affaires « *standalone* » sur la période 2021E - 2025E, lequel a été présenté au Conseil d'administration du 2 novembre 2021. Ce plan d'affaires, construit selon



une approche « *top-down* », n'intègre pas de croissance externe et traduit une mutation stratégique par rapport à la stratégie communiquée au marché lors de la présentation des résultats 2020, le 4 mars 2021.

Il prévoit en effet une mutation du *business model* afin de l'adapter aux nouvelles réalités du marché, avec une forte accélération du mode *SaaS* au détriment des ventes de licences « *On Premise* » attendues en déclin au cours des prochaines années, ainsi qu'une accélération de la stratégie MICROSOFT, avec une migration vers le modèle AZURE de MICROSOFT et un arrêt de l'hébergement chez PRODDWARE.

La mutation vers le mode *SaaS* a pour conséquence d'entraîner une baisse du chiffre d'affaires, qui demeure sur l'horizon du plan d'affaires inférieur à celui réalisé en 2019, en contrepartie d'une plus grande récurrence des revenus (chiffre d'affaires abonnement pour le *SaaS* vs chiffre d'affaires négoce dans le modèle historique). Il en est de même pour le taux de marge d'EBIT, qui est inférieur sur la période 2021E - 2025E à celui constaté lors des 5 derniers exercices clos.

Le management anticipe par ailleurs une forte diminution des CAPEX sur l'horizon du plan du fait de la mutation du modèle, ce qui devrait avoir une incidence favorable sur la génération de trésorerie.

Les principales hypothèses de ce plan d'affaires du management sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +0,8% entre 2020 et 2025E, étant rappelé que le chiffre d'affaires 2025E demeure inférieur au niveau atteint en 2019, qui correspond à un plus haut historique ;
- Un taux de marge d'EBIT de 0,8% en 2021E, impacté par les dépréciations d'actifs, qui se redresse ensuite pour atteindre 6,6% en 2025E ;
- Une variation du BFR comprise entre -1,3 M€ et -1,4 M€ ;
- Des CAPEX de 25 M€ en 2021E puis de 12 M€ les années suivantes, en forte baisse par rapport aux niveaux constatés historiquement, en lien avec l'évolution du modèle.


Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management, repose sur une mutation du *business model* de la Société et présente donc un risque de réalisation inhérent à cette transition. Il apparaît cependant globalement équilibré au regard de l'évolution des principaux agrégats (chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT) attendus en deçà des niveaux atteints en 2019 et 2020, factorisant ainsi une partie du risque de réalisation.

Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, soit sur la période 2026E - 2030E, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. ci-après) ;

- 
- Un taux de marge d'EBIT en progression, de 6,6% en 2025E à 12,1% en 2030E, du fait d'une diminution des charges d'amortissements en lien avec la baisse des CAPEX à partir de 2022E (12 M€ par an), le taux de marge d'EBITDA restant pour sa part stable (au même niveau que celui attendu en 2025e) sur la période d'extrapolation ;
 - Des CAPEX en légère augmentation, fixés à 6,7% du chiffre d'affaires, soit le même niveau que celui prévu par le management pour 2025E ;
 - Une variation du BFR en ligne avec celle de l'horizon explicite.

Norme IFRS 16

Le plan d'affaires du management intègre les effets de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers ne sont pas prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

Nous avons procédé à un retraitement afin de réintégrer les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie et n'avons, en conséquence, pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net (cf. §5.3.2).

Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition théorique applicable en France, soit 25,83% en fin de plan.

Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §5.3.2).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBIT correspondant à celui de la dernière année de la période d'extrapolation, soit 12,1%. Il s'agit selon nous d'une référence plutôt haute, jamais atteinte au cours des 5 derniers exercices clos (notamment en raison des charges d'amortissements plus élevées du fait de la politique d'investissement historiquement poursuivie par la Société), ce qui est favorable à l'actionnaire.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements.

Le taux d'impôt normatif correspond au taux applicable en France, soit 25,83% (en ce compris la contribution sociale de 3,3%).

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en milieu de fourchette des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière.



Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 10,9% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,12% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne un an, calculée au 30 septembre 2021, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 7,75% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE au 30 septembre 2021) ;
- D'un bêta sectoriel désendetté des comparables de 1,00 (Source : CAPITAL IQ) ;
- D'une prime de taille de 3,55% reflétant le risque additionnel de la Société du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés de l'échantillon retenu pour la détermination d'un bêta sectoriel pertinent (Source : IBBOTSON) ;
- D'un coût de la dette avant impôt de 6,25%, correspondant au coût de la dette de la Société suite à son refinancement, étant précisé que ce taux est variable en fonction de l'évolution du ratio de levier financier ;
- D'un *Gearing* calculé sur la base de l'endettement financier net de la Société et des capitaux propres consolidés part du groupe au 30 juin 2021, soit un *ratio* dette nette / fonds propres de 60,5%.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de PRODDWARE ressort à 172,0 M€. Compte tenu de la dette financière nette présentée ci-avant, le montant des fonds propres s'établit en valeur centrale à 78,5 M€, soit 8,49€ par action PRODDWARE.

Les sensibilités de la valeur par action PRODDWARE à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), et (ii) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge d'EBIT normatif (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Tableau 12 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		Taux d'actualisation (%)				
		10,40%	10,65%	10,90%	11,15%	11,40%
Croissance à l'infini (%)	2,0%	10,07	9,51	8,98	8,48	8,01
	1,8%	9,78	9,24	8,73	8,24	7,79
	1,5%	9,50	8,98	8,49	8,02	7,58
	1,3%	9,23	8,73	8,26	7,81	7,38
	1,0%	8,98	8,50	8,04	7,60	7,19

Source : analyses FINEXSI

Tableau 13 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBIT normative et du taux d'actualisation

		Taux d'actualisation (%)				
		10,40%	10,65%	10,90%	11,15%	11,40%
Marge d'EBIT normative (%)	12,6%	9,86	9,33	8,82	8,34	7,88
	12,4%	9,68	9,15	8,65	8,18	7,73
	12,1%	9,50	8,98	8,49	8,02	7,58
	11,9%	9,31	8,80	8,32	7,86	7,42
	11,6%	9,13	8,63	8,15	7,70	7,27

Source : analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 8,02€ et 8,98€ par action PRODDWARE selon la méthode du DCF. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une décote limitée de -2,0% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +9,7% sur la borne basse.

5.4.3. Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Les sociétés que nous avons identifiées opèrent toutes sur le marché des services numériques en tant qu'éditeur, intégrateur ou hébergeur de logiciels développés en interne ou par les différents partenaires. Nous rappelons que le partenariat avec MICROSOFT représente plus de 70% du chiffre d'affaires du Groupe, ce qui n'est pas le cas de la majorité des comparables identifiés. Par ailleurs, ces sociétés disposent de positionnements géographiques, de typologie de clients ainsi que de structures de coûts différents, ce qui peut notamment expliquer des différences de rentabilité opérationnelle au sein de l'échantillon. Il est à noter également que certains acteurs disposent d'un effet d'échelle plus important que celui de PRODDWARE, leur permettant notamment d'investir davantage en R&D.

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre secondaire dans la mesure où il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à PRODDWARE, en particulier en termes de mix-métiers et de répartition géographique des activités. Nous avons cependant identifié neuf sociétés cotées intervenant dans le secteur des services numériques et présentant une activité relativement comparable à celle de PRODDWARE.

Ces neuf sociétés cotées sont les suivantes :



- LINEDATA SERVICES S.A. est une société française qui (i) édite des progiciels en mode *SaaS*, (ii) fournit des prestations de services et (iii) propose une offre *data*. LINEDATA SERVICES S.A. s'adresse principalement à des professionnels de l'*Asset Management* (65% du chiffre d'affaires 2020) et du Crédit & Financement (32% du chiffre d'affaires 2020). LINEDATA SERVICES S.A. opère avec des entreprises présentes en (i) Amérique du Nord (43% du chiffre d'affaires 2020), (ii) en Europe du Sud (33% du chiffre d'affaires 2020), (iii) en Europe du Nord (19% du chiffre d'affaires 2020) et (iv) en Asie (5% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, LINEDATA SERVICES S.A. a réalisé 161,0 M€ de chiffre d'affaires pour 32,6 M€ d'EBIT représentant une marge d'EBIT de 20,3% ;
- NEURONES S.A. est une société française qui propose une offre digitale globale autour de 3 pôles que sont (i) les services d'infrastructures (intégration de systèmes/logiciels développés en interne ou tiers, infogérance, hébergement, services *managés* sur *Cloud* privés *IaaS* et publics, cybersécurité, sécurité, etc.) (69% du chiffre d'affaires 2020), (ii) les services applicatifs (mise en œuvre de solutions pré-paramétrées de SAP, *Data*, *IoT*, formation informatique) (26% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) le conseil en transformation digitale, en management et en organisation (5% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, NEURONES S.A. a réalisé un chiffre d'affaires de 524,5 M€ et un EBIT de 51,9 M€, représentant une marge d'EBIT de 9,9% ;
- COMARCH S.A. est un éditeur, hébergeur et intégrateur de solutions IT (logiciels développés en interne ou tiers, etc.) polonais. La société propose à ses clients des solutions IT innovantes autour de 3 segments que sont (i) l'assistance et le conseil (76% du chiffre d'affaires 2020), (ii) les licences (17% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) autres (7% du chiffre d'affaires 2020). COMARCH S.A. opère principalement en Pologne (41% du chiffre d'affaires 2020) et en Allemagne, Suisse et Autriche (19% du chiffre d'affaires 2020). Son offre s'adresse à des clients intervenant dans tous types de secteurs d'activité. Au 31 décembre 2020, COMARCH S.A. a réalisé un chiffre d'affaires de 1.536 MdsPLN (soit environ 337 M€) et un EBIT de 191,6 MPLN (soit environ 41,5 M€), représentant une marge d'EBIT de 13,5% ;
- ORDINA N.V. est un groupe néerlandais spécialisé en transformation digitale et intervenant quasi exclusivement dans la gestion des services informatiques (développement et intégration de systèmes, gestion et maintenance des applications, prestations de conseil, etc.) (99,5% du chiffre d'affaires 2020). Le groupe dispose notamment de partenariats stratégiques avec SAP et MICROSOFT afin d'accompagner ses clients dans leur transition digitale. Le groupe commercialise ses produits aux Pays-Bas (67% du chiffre d'affaires en 2020) et au Benelux (33% du chiffre d'affaires en 2020). Son offre est à destination d'entreprises du secteur (i) public (41% du chiffre d'affaires 2020), (ii) bancaire (27% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) de l'industrie (32% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 369,2 M€ et un EBIT de 31,2 M€, représentant une marge d'EBIT de 8,4% ;
- CTAC N.V. est une entreprise néerlandaise spécialisée dans (i) le conseil (déploiement et intégration d'applications spécifiques, de portails Internet, prestations de conseil et de maintenance de systèmes) (51% du chiffre d'affaires), (ii) les services *Cloud* (38% du chiffre d'affaires), (iii) les ventes et la gestion de licences logicielles (3% du chiffre d'affaires) et (iv) la maintenance (8% du chiffre d'affaires). La société a développé une expertise dans les solutions MICROSOFT et SAP, mais fournit également des solutions sur mesure selon les besoins des clients. Le groupe commercialise ses produits principalement aux Pays-



Bas (77% du chiffre d'affaires 2020) et en Belgique (22% du chiffre d'affaires 2020). Son offre s'adresse aux entreprises opérant dans le secteur (i) de la distribution, (ii) de l'industrie et (iii) de l'immobilier. Au 31 décembre 2020, CTAC N.V. a réalisé un chiffre d'affaires de 87,3 M€ et un EBIT ajusté de 4,7 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,4% ;

- CEGEDIM S.A. est un groupe français spécialisé dans la transformation digitale des acteurs de la santé. Le groupe fournit des prestations de services sur la base de logiciels développés en interne sous format de licences ou en mode *SaaS*. Le groupe opère au travers de 4 divisions (i) *Software & Services* (licences, *SaaS*) (56% du chiffre d'affaires 2020), (ii) *Flow* (digitalisation des processus et des factures) (16% du chiffre d'affaires 2020), (iii) *Data & Marketing* (18% du chiffre d'affaires 2020) et (iv) *Business Process Outsourcing* (externalisation des processus) (10% du chiffre d'affaires 2020). Le groupe opère principalement en France où il a réalisé 86% de son chiffre d'affaires en 2020. Au 31 décembre 2020, CEGEDIM S.A. a réalisé un chiffre d'affaires de 496,9 M€ et un EBIT (courant) de 41 M€, représentant une marge d'EBIT de 8,3% ;
- S&T AG est un acteur autrichien spécialisé dans le développement, l'implémentation et la commercialisation de solutions matérielles et logicielles, ainsi que de services informatiques. Son offre est articulée autour de 3 segments que sont (i) *IoT Solutions Europe* (développement de logiciels verticaux et de solutions *Cloud*) (46% du chiffre d'affaires 2020), (ii) *IT Services* (conseil, maintenance et intégration de solutions type SAP) (44% du chiffre d'affaires 2020) et (iii) *IoT Solutions America* (développement et intégration de logiciels) (10% du chiffre d'affaires 2020). Le groupe opère majoritairement en Europe (85% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, S&T AG a réalisé un chiffre d'affaires de 1,3 Mds€ et un EBIT de 68,6 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,5% ;
- AXWAY SOFTWARE SA est un éditeur/intégrateur de logiciels horizontaux spécialisé dans le domaine des infrastructures digitales notamment avec sa plateforme *AMPLIFY*. Elle intervient sur 4 segments que sont (i) l'intégration et la maintenance (46% du chiffre d'affaires 2020), (ii) la vente d'abonnements de logiciels en mode *SaaS* (33% du chiffre d'affaires 2020), (iii) les services (services de *Cloud managés*, installation de programmes et formation) (12% du chiffre d'affaires 2020) et (iv) la vente de licences (droit d'utilisation des progiciels) (9% du chiffre d'affaires 2020). Elle commercialise son offre principalement en France (32% du chiffre d'affaires 2020), (ii) en Amérique (42% du chiffre d'affaires 2020), et (iii) dans le reste de l'Europe (21% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, AXWAY SOFTWARE SA a réalisé un chiffre d'affaires de 297,3 M€ et un EBIT de 30,8 M€, représentant une marge d'EBIT de 10,4% ;
- SWORD GROUP S.E. est un groupe luxembourgeois qui développe à la demande du client des fonctionnalités supplémentaires sur les logiciels standards existants. La société intègre des solutions d'éditeurs partenaires et fournit également des prestations de conseil (solutions de performance, stratégie, etc.) pour la mise en place de solutions innovantes. Elle opère au travers de 2 pôles que sont les services IT (90% du chiffre d'affaires en 2020) et les logiciels (10% du chiffre d'affaires en 2020). Le groupe commercialise son offre principalement en Europe (85% du chiffre d'affaires 2020). Au 31 décembre 2020, SWORD GROUP S.E. a réalisé un chiffre d'affaires de 212,5 M€ et un EBIT de 20,7 M€, représentant une marge d'EBIT de 9,7%.

Nous avons par ailleurs identifié trois sociétés, ayant une activité relativement comparable à celle de PRODDWARE, qui n'ont pas été retenues pour les raisons suivantes :

- AUBAY S.A. est un acteur français des services du numérique. Toutefois, le Groupe ne développe pas de logiciels en interne et n'intègre pas non plus de logiciels tiers ;
- GROUPE OPEN, bien que considéré comme comparable en termes de mix produits, la liquidité du titre est limitée depuis le succès de l'OPA initiée en juillet 2020 par NEW GO de concert avec le fonds d'investissement MONTEFIORE INVESTMENT, leur permettant de détenir 72,2% du capital de la société à l'issue de l'opération. À noter également que le titre n'est suivi que par un seul analyste (ODDO BHF) ;
- ALITHYA GROUP INC. est une société canadienne comparable en termes de mix produits, mais qui est déficitaire depuis plusieurs années. Le consensus n'anticipe son *breakeven* qu'à partir de 2021E.

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT attendues en 2021E et 2022E par les analystes suivant les sociétés de notre échantillon de comparables. Les différences d'intensité capitalistique et de politique d'activation des coûts de développement entre PRODDWARE et les sociétés de l'échantillon ainsi que la norme IFRS 16, nous ont conduits à retenir les multiples d'EBIT, jugés plus pertinents dans le contexte.

Tableau 14 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et marge d'EBIT attendues par le consensus sur le panel de comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	Croissance CA (%)		Marge d'EBIT (%)	
				2021e	2022e	2021e	2022e
Linedata Services S.A.	France	161	328	0,5 %	2,2 %	20,0 %	19,3 %
Neurones S.A.	France	524	597	10,3 %	7,6 %	10,6 %	10,8 %
Comarch S.A.	Pologne	336	389	3,3 %	4,8 %	11,1 %	9,9 %
Ordina N.V.	Pays-Bas	369	304	4,5 %	5,3 %	8,7 %	9,4 %
Ctac N.V.	Pays-Bas	87	60	14,5 %	9,0 %	6,5 %	6,9 %
Cegedim SA	France	497	536	4,3 %	4,2 %	8,4 %	8,7 %
S&T AG	Autriche	1 272	1 381	7,8 %	13,7 %	5,6 %	6,5 %
Axway Software SA	France	297	612	2,2 %	4,8 %	9,8 %	11,5 %
Sword Group S.E.	Luxembourg	213	346	(1,0)%	16,9 %	9,7 %	10,1 %
Moyenne		417	506	5,2%	7,6%	10,0%	10,3%

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 19 octobre 2021.

Les taux de croissance de chiffre d'affaires attendus pour l'échantillon de comparables sont supérieurs à ceux du plan d'affaires de PRODDWARE pour 2021E et 2022E. La marge d'EBIT de PRODDWARE ressort quant à elle inférieure à celle des comparables retenus.

Par ailleurs, dès lors que nous avons retenu l'EBIT comme agrégat de référence, les éventuelles distorsions liées à l'application ou non de la norme IFRS 16 au sein des sociétés de l'échantillon sont relativement limitées.

Comme indiqué ci-avant, nous avons pour notre part retenu un EBIT de PRODWARE ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16, c'est-à-dire intégrant les charges de loyers. En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette IFRS 16 relative aux loyers dans notre calcul de dette nette ajustée (cf. §5.3.2).

Nous présentons ci-après les multiples d'EBIT ressortant de notre échantillon de sociétés comparables :

Tableau 15 - Multiples observés sur les sociétés comparables de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	Taux d'EBIT		xEBIT*	
				2021e	2022e	2021e	2022e
Linedata Services S.A.	France	161	328	20,0 %	19,3 %	10,1x	10,3x
Neurones S.A.	France	524	597	10,6 %	10,8 %	9,8x	8,9x
Comarch S.A.	Pologne	336	1 745	11,1 %	9,9 %	10,0x	10,6x
Ordina N.V.	Pays-Bas	369	304	8,7 %	9,4 %	9,0x	8,0x
Ctac N.V.	Pays-Bas	87	60	6,5 %	6,9 %	9,2x	7,9x
Cegedim SA	France	497	536	8,4 %	8,7 %	12,3x	11,4x
S&T AG	Autriche	1 272	1 381	5,6 %	6,5 %	18,1x	13,5x
Axway Software SA	France	297	612	9,8 %	11,5 %	20,6x	16,7x
Sword Group S.E.	Luxembourg	213	346	9,7 %	10,1 %	16,9x	13,9x
Moyenne		417	657	10,0 %	10,3 %	12,9x	11,3x

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 19 octobre 2021 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 19 octobre 2021.

L'application des multiples moyens 2021E et 2022E aux prévisions d'EBIT normatifs (c'est-à-dire retraités des dépréciations exceptionnelles prévues par le Société) des mêmes années issues du plan d'affaires de PRODWARE fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 3,90€ et 8,45€ par action PRODWARE. Le prix d'Offre extériorise des primes de respectivement +125,4% et +4,2% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de cette fourchette, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

5.4.4. Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises cotées ou non, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Des différences entre les sociétés cibles et PRODWARE en termes de rentabilité, de taille, de positionnement et de mix produits, créent des distorsions au sein de l'échantillon limitant ainsi la pertinence de la méthode. Par ailleurs, les transactions réalisées entre 2016 et 2019 sont intervenues dans un environnement de marché différent (avant la crise de la Covid-19). Pour ces



raisons, cette méthode est présentée uniquement à titre secondaire. Sur les cinq dernières années, nous avons retenu douze transactions :

- L'OPA initiée en juillet 2020 sur les actions GROUPE OPEN au prix de 15€ par action, à l'issue de laquelle l'initiateur détenait 72,2% (34% acquis bloc de 6,22% acquis préalablement inclus) du capital de GROUPE OPEN. Ce dernier est un éditeur et intégrateur de solutions numériques, qui propose également des prestations autour des applications, des infrastructures. Il opère en France, au Luxembourg et en Roumanie. Au 31 décembre 2020, GROUPE OPEN a réalisé un chiffre d'affaires de 296,2 M€ et un EBIT de 12,7 M€, représentant une marge d'EBIT de 4,3% ;
- L'acquisition de 62,5% des titres d'E&M COMPUTING LTD par le fonds d'investissement FIRST ISRAEL MEZZANINE INVESTORS LTD., annoncée en janvier 2021. E&M COMPUTING LTD., société israélienne, développe et intègre des logiciels en plus de fournir des infrastructures *Cloud*. Au 31 décembre 2020, le chiffre d'affaires d'E&M COMPUTING LTD s'établissait à 357,8 M€ avec un EBIT de 17,6 M€ soit une marge d'EBIT de 4,9% ;
- L'acquisition par DIGIA OYJ de 100% du capital de CLIMBER INTERNATIONAL AB, annoncée en décembre 2019. CLIMBER INTERNATIONAL AB est une société suédoise spécialisée dans la *Data* et le *Business Intelligence* grâce à ses logiciels développés en interne. Au 31 décembre 2019, CLIMBER INTERNATIONAL AB a réalisé un chiffre d'affaires de 137,7 MSEK (soit environ 13,2 M€) avec un EBIT de 6,6 MSEK (soit environ 632,9 K€) soit une marge d'EBIT de 4,8% ;
- L'acquisition de SANDERSON GROUP PLC. par APTEAN LIMITED, annoncée en août 2019. SANDERSON GROUP PLC. est une société anglaise qui développe des logiciels dans le domaine de la distribution. Au 31 mars 2019, le chiffre d'affaires de SANDERSON GLOUP PLC. s'établissait à 40,2 M€ avec un EBIT de 4,8 M€ soit une marge d'EBIT de 11,8% ;
- L'acquisition d'ACCOUNTOR ENTERPRISE SOLUTION OY par DIGIA OYJ, annoncé en juin 2019. ACCOUNTOR ENTERPRISE SOLUTION OY est une société finlandaise spécialisée dans le conseil (finance, ressources humaines, etc.) qui développe ses propres logiciels comme par exemple *MEPCO*. Au 31 décembre 2018, ACCOUNTOR ENTERPRISE SOLUTION OY a réalisé 12,7 M€ de chiffre d'affaires et un EBIT ajusté de 0,8 M€, représentant une marge d'EBIT de 5,9% ;
- L'OPA initiée par GFI INFORMATIQUE sur les titres de REALDOLMEN NV, annoncée en février 2018. REALDOLMEN NV est une société belge qui déploie des solutions de conseil (*Cloud, Big Data*), et développe et intègre des logiciels pour des clients principalement basés en Belgique et au Luxembourg. Au 31 décembre 2017, le chiffre d'affaires de REALDOLMEN NV s'établissait à 250,8 M€ pour un EBIT de 13,3 M€ représentant une marge d'EBIT de 5,3% ;
- L'acquisition par SPIE ICS FRANCE de S-CUBE, annoncée en décembre 2017. S-CUBE est une société française spécialisée dans la conception, l'intégration et la maintenance d'infrastructures digitales. Au 31 décembre 2016, S-CUBE réalisait un chiffre d'affaires de 47,2 M€ et un EBIT de 2 M€, représentant une marge d'EBIT de 4,1% ;
- L'acquisition par BYTES TECHNOLOGY GROUP LIMITED de PHOENIX SOFTWARE LIMITED, annoncée en septembre 2017. PHOENIX SOFTWARE LIMITED est une société anglaise spécialisée dans l'intégration de logiciels de type MICROSOFT, VM WARE ou ADOBE sous forme de licences. Elle fournit également des services *managés* de *Cloud*, de cybersécurité

et de *Data*. Au 31 décembre 2016, PHOENIX SOFTWARE LIMITED réalisait un chiffre d'affaires de 131,7 M€ et un EBIT de 5,3 M€, représentant une marge d'EBIT de 4,0% ;

- L'acquisition d'AXXESS NV par le fonds d'investissement BENCIS CAPITAL PARTNERS BV, annoncée en juillet 2017. AXXESS NV est une société belge spécialisée dans le conseil, le développement et l'intégration de solutions numériques. Au 31 décembre 2016, AXXESS NV réalisait 21 M€ de chiffre d'affaires (soit environ 24,5 M€) et un EBIT ajusté de 2,7 M€ (soit environ 3,2 M€), représentant une marge d'EBIT de 12,8% ;
- L'acquisition par SAGLOBAL LIMITED de M4 SYSTEMS LIMITED annoncée en mars 2016. M4 SYSTEMS LIMITED est une société anglaise spécialisée dans le développement et l'intégration de logiciels et dans les solutions *Cloud*. Au 31 décembre 2016, M4 SYSTEMS LIMITED réalisait un chiffre d'affaires de 3 M€ et un EBIT de 521 k€, représentant une marge d'EBIT de 17,3% ;
- L'acquisition par PINNACLE TECHNOLOGY PLC. d'ADEPT4 LIMITED, annoncée en mai 2016. ADEPT4 LIMITED est une société anglaise spécialisée dans le développement et le support de logiciels qui fournit également des services *Cloud*. Au 31 décembre 2015, ADEPT4 LIMITED réalisait un chiffre d'affaires de 5 M€ et un EBIT de 542 K€, représentant une marge d'EBIT de 10,9% ;
- L'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par MANNAI CORPORATION sur le capital de GFI INFORMATIQUE, annoncée en novembre 2015. GFI INFORMATIQUE est une société française qui développe et intègre des solutions ERP en France, et à l'international. Au 31 décembre 2014, le chiffre d'affaires de GFI INFORMATIQUE s'établissait à 804,0 M€ pour un EBIT de 52,0 M€, représentant une marge d'EBIT de 6,5%.


Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables sont présentés ci-après :

Tableau 16 - Présentation des transactions comparables retenues sur les cinq dernières années

Date de clôture	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xEBIT
24/02/2021	Groupe Open SA	France	Fondateurs et New Go	34%	120	8,1x
24/03/2021	E&M Computing Ltd.	Israël	First Israel Mezzanine Investors Ltd.	63%	218	12,6x
07/01/2021	Climber International AB	Suède	Digia Oyj	100%	8	12,8x
09/09/2019	Sanderson Group plc	Royaume-Uni	Aptean Limited	100%	91	14,3x
01/08/2019	Accountor Enterprise Solutions Oy	Finlande	Digia Oyj	100%	9	12,5x
18/07/2018	RealDolmen NV	Belgique	GFI Informatique SA	100%	157	11,8x
20/12/2017	S-Cube	France	SPIE ICS France	100%	13	10,9x
29/09/2017	Phoenix Software Limited	Royaume-Uni	Bytes Technology Group Limited	100%	41	8,3x
31/07/2017	Axxes NV	Belgique	Bencis Capital Partners BV	100%	30	9,8x
09/03/2017	M4 Systems Limited	Royaume-Uni	SAGlobal (Europe) Limited	100%	3	6,0x
26/05/2016	Adept4 Limited	Royaume-Uni	Pinnacle Technology Group	100%	6	11,4x
22/06/2016	GFI Informatique SA	France	Mannai Corporation Q.P.S.C.	51%	627	10,7x
Moyenne					110	10,8x

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, communiqués de presse des cibles et analyses FINEXSI

La moyenne des multiples d'EBIT ainsi extériorisée s'établit à 10,8x.



Comme pour les comparables boursiers, nous avons retenu les EBIT 2019 et 2020 hors application de la norme IFRS 16 comme agrégat de référence et n'avons par conséquent pas retenu la dette IFRS 16 relative aux loyers dans notre calcul de dette nette ajustée (cf. §5.3.2).

Sur ces bases, la valeur par action PRODDWARE ressort dans une fourchette comprise entre 9,76€ et 12,27€. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir des décotes de -9,9% et -28,3% respectivement par rapport à la borne basse et haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

5.4.5. Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre PRODDWARE fait l'objet d'un suivi limité par seulement deux analystes³⁹ (GILBERT DUPONT et STIFEL) :

- À la suite de la publication des résultats du premier semestre 2021 le 13 octobre 2021, GILBERT DUPONT a revu à la baisse son objectif de cours de 8,5€ à 6,0€, et a abaissé sa recommandation d'« Acheter » à « Accumuler ». Dans sa note, l'analyste relève notamment l'érosion plus forte qu'attendue de la rentabilité (-500 points de base sur la marge d'EBITDA vs -230 points de base attendu par l'analyste et EBIT négatif compte tenu de la dépréciation exceptionnelle de 5 M€).

Les éventuelles dépréciations d'immobilisations incorporelles à venir ainsi que la dette nette en augmentation sont les principaux sous-jacents expliquant la baisse de l'objectif de cours de GILBERT DUPONT, en plus d'un chiffre d'affaires au troisième trimestre 2021 (31,2 M€, en baisse de -3,2%) plus faible qu'attendu (32,2 M€, +0,1%, +6,0% en *pro forma*).

- En ce qui concerne STIFEL (MAINFIRST), l'analyste a initié la couverture du titre PRODDWARE dans sa note publiée le 20 octobre 2020 avec un objectif de cours de 10,0€ et une recommandation à « l'Achat ».

Il est à noter qu'à la suite de la publication des résultats du premier semestre 2021 le 13 octobre 2021, STIFEL a revu à la baisse son objectif de cours de 11,50€ à 10,54€, en maintenant sa recommandation à « l'Achat ». Cet objectif de cours publié le 19 octobre 2021 résulte de l'application de multiples de chiffre d'affaires issus de sociétés de petites et moyennes capitalisations françaises dans les secteurs de l'informatique et de l'édition de logiciels. Dans sa note, l'analyste fait état de la pression exercée sur les marges à mesure que le modèle de la Société s'oriente vers les ventes en mode *SaaS* ainsi que la hausse du ratio de levier estimé à 3,3x pour 2021E.

³⁹ Il est à noter que la dernière note publiée par ARROWHEAD date du 1er décembre 2020. Nous n'avons pas retenu cette note compte tenu de son ancienneté. Celle-ci extériorise un objectif de cours compris entre 10,0€ et 14,8€ par action PRODDWARE et ne mentionne aucune recommandation.



Tableau 17 - Notes d'analystes suivant le titre PRODWARE

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
14/10/2021	Gilbert Dupont	6,00 €	Accumuler
19/10/2021	Stifel	10,54 €	Acheter
Min		6,00 €	
Moyenne		8,27 €	
Max		10,54 €	

Sources : notes d'analystes

Sur la base des objectifs de cours publiés postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2021, et avant l'annonce de l'Offre, le Prix d'Offre de 8,80€ extériorise une prime de +46,7% par rapport à la borne basse des objectifs de cours des analystes et une décote de -16,5% par rapport à la borne haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire en raison notamment du suivi limité dont le titre fait l'objet (seulement deux analystes).



6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le pacte d'actionnaires ;
2. Le traité d'apport ;
3. L'emprunt obligataire PHAST INVEST ;
4. L'Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT ;
5. L'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODWARE ;
6. Les engagements de non-apport à l'Offre ;
7. Les autres accords dont l'Initiateur a connaissance.

6.1. Pacte d'actionnaires

Messieurs Philippe BOUAZIZ, Alain CONRARD et Stéphane CONRARD qui détiennent l'intégralité du capital et des droits de vote de la société PHAST INVEST, Monsieur François RICHARD et S&AUDIT⁴⁰ (ci-après « les Associés »), ont conclu le 20 octobre 2021, un pacte d'actionnaires qui organise les relations entre les Associés au niveau de l'Initiateur et de la Société pour une durée de 8 ans renouvelable par tacite reconduction pour des périodes successives d'un an. Ce pacte a ensuite été amendé par un avenant en date du 25 octobre 2021. Il est constitutif d'une action de concert vis-à-vis de PRODWARE.

Nous avons obtenu ce pacte d'actionnaires que nous avons examiné. Il contient notamment des dispositions relatives à l'apport des titres PRODWARE détenus par les Associés, à la gouvernance au niveau de l'Initiateur et au niveau de la Société et au transfert des titres de l'Initiateur détenus par les Associés.

⁴⁰ Société holding intégralement détenue par Messieurs Alain CONRARD et Stéphane CONRARD.



Apport de titres PRODWARE par les Associés

En cas de succès de l'Offre⁴¹, les Associés se sont engagés à apporter, chacun, l'intégralité de leurs titres PRODWARE à l'Initiateur, soit 1.515.084 actions ainsi que les 208.080 actions qui résulteraient de la conversion des actions de préférence gratuites.

Ces apports seront réalisés conformément aux termes et conditions du projet de traité d'apport (cf. §6.2) qui figure en annexe du pacte, à une valeur égale à celle du prix d'Offre, soit 8,80€ par action.

Un commissaire aux apports, Monsieur Xavier PAPER, sera chargé d'établir un rapport sur la valeur des apports.

Gouvernance au niveau de l'Initiateur et de la Société

Les dispositions du pacte d'associés relatives à la gouvernance de l'Initiateur et de la Société sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Transfert des titres de l'Initiateur

Le pacte prévoit une période d'inaliénabilité de 3 ans à compter de la date de conclusion de ce dernier, pendant laquelle les Associés ne pourront pas transférer leurs titres, sous réserve de certaines exceptions telles que le transfert au profit d'une holding patrimoniale, ou en cas d'approbation préalable à l'unanimité des membres du Conseil de Surveillance.

Au-delà de la période d'inaliénabilité, les Associés pourront librement transférer leurs titres à des tiers au pacte, sous réserve du droit de première offre dont bénéficient les autres Associés et leur permettant d'acquérir les titres aux mêmes conditions que celles proposées par le tiers acquéreur. Il est par ailleurs précisé que tout tiers au pacte d'actionnaires devra, préalablement à tout transfert de titre à son bénéfice, adhérer audit pacte.

Selon notre analyse, le pacte d'actionnaires ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions apportées ou cédées, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des Associés. En particulier, la valeur d'apport des actions PRODWARE détenues par les Associés sera égale au prix d'Offre et un commissaire aux apports sera chargé d'établir un rapport sur la valeur des apports.

Le pacte ne prévoit par ailleurs aucune disposition en matière de liquidité des titres des Associés qui serait assurée par l'Initiateur.

Les conditions du pacte d'associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

⁴¹ C'est-à-dire l'acquisition par le Concert dans le cadre de l'Offre du plus de 50% du capital et des droits de vote de la société PRODWARE.



6.2. Traité d'apport

Les actions de la société PRODWARE détenues par les Associés ou les actions que ceux-ci seront amenés à détenir à la suite de la conversion des actions de préférence gratuites qui leur ont été attribuées ne seront pas apportées à l'Offre. Il est prévu, conformément aux dispositions du Pacte d'actionnaires (cf. ci-dessus), que ces actions fassent l'objet d'un apport par chacun des Associés concernés au profit de l'Initiateur, sous la condition suspensive notamment du succès⁴² de l'Offre.

Ces opérations d'apports concernent 1.515.084 actions existantes de la société PRODWARE et 208.080 actions qui résulteront de la conversion des actions de préférence gratuites. Ainsi, aux termes du traité d'apport conclu en date du 2 novembre 2021 :

- Monsieur Philippe BOUAZIZ apportera, au profit de l'Initiateur, 1.095.174 actions de la Société représentant 14,13% du capital et 19,76% des droits de vote ;
- Monsieur François RICHARD apportera, au profit de l'Initiateur, 324.492 actions de la Société représentant 4,19% du capital et 4,72% des droits de vote ;
- Monsieur Alain CONRARD apportera, au profit de l'Initiateur, 61.751 actions de la Société, représentant 0,80% du capital et 1,19% des droits de vote, ainsi que 104.040 actions résultant de la conversion de 2.312 actions de préférence gratuites ;
- Monsieur Stéphane CONRARD apportera, au profit de l'Initiateur, 22.650 actions de la Société, représentant 0,29% du capital et 0,47% des droits de vote ainsi que 104.040 actions résultant de la conversion de 2.312 actions de préférence gratuites ;
- S&AUDIT apportera 11.017 actions représentant 0,14% du capital et 0,12% des droits de vote.

Les apports seront réalisés sur la base de la valeur réelle des actions apportées qui sera déterminée par référence au prix d'Offre, soit 8,80€ par action PRODWARE.


En rémunération des apports, les Associés recevront à la date de réalisation des apports :

- 532 actions ordinaires PHAST INVEST nouvellement émises⁴³, entièrement libérées, d'une valeur nominale de 10€ chacune, assorties d'une prime d'émission de 28.365,54€ soit un montant total de 15.095.787,28€ ;
- Une soulte en numéraire de 68.055,92€ afin d'éviter l'existence de rompus.

Un commissaire aux apports, Monsieur Xavier PAPER, sera chargé d'établir un rapport sur la valeur des apports.

⁴² C'est-à-dire l'acquisition par le Concert dans le cadre de l'Offre du plus de 50% du capital et des droits de vote de la société Prodware.

⁴³ Les actions PHAST INVEST nouvellement émises ainsi que la soulte en numéraire seront réparties entre les Associés au prorata de la valeur de leurs apports.



Il est par ailleurs précisé que les actions apportées perdront leur droit de vote double à la date de réalisation des apports.

Les valeurs d'apports sont donc basées sur une valeur par action PRODDWARE de 8,80€, soit un prix strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. Quant à la rémunération des apports, celle-ci a été déterminée sur la base de la valeur réelle de la société bénéficiaire, PHAST INVEST, laquelle repose également sur une valeur de l'action PRODDWARE de 8,80€ équivalent au prix de l'Offre. Nous avons obtenu communication des travaux d'évaluation de PHAST INVEST, qui n'appellent pas d'observation de notre part.

En définitive, les termes et modalités des apports ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

6.3. Emprunt obligataire PHAST INVEST

Un contrat de financement d'un montant total de 60 M€ a été conclu le 20 octobre 2021 entre la société PHAST INVEST (« l'Emetteur ») et TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, agissant pour le compte de fonds qu'elle gère⁴⁴ (ci-après « les Fonds TIKEHAU »). Cet emprunt a pour objet de permettre le financement par PHAST INVEST de l'acquisition des titres de la société PRODDWARE dans le cadre de l'Offre ainsi que les frais afférents à l'Offre.

Dans ce cadre, la société PHAST INVEST a procédé à l'émission de 600 obligations d'une valeur nominale de 100.000 euros. Les obligations ne seront pas cotées.

Cet emprunt obligataire, d'une maturité de 7 ans, est remboursable *in fine*, sauf clause spécifique indiquée dans le contrat d'émission. Le taux d'intérêt applicable aux obligations sera égal au taux Euribor 6 mois majoré d'une marge de 3,50% payable en numéraire et d'une marge capitalisée de 1,75% pouvant être réduite à 1,50% en fonction du pourcentage de détention du capital de PRODDWARE par PHAST INVEST.

L'emprunt obligataire est soumis au respect d'un ratio financier (Dette financière nette / EBITDA)⁴⁵. Les distributions de dividendes sont également limitées pendant la durée de l'emprunt et leur montant plafonné en fonction du niveau de ce ratio financier (le montant maximum est compris entre 150 k€ et 600 k€ selon le niveau de ce ratio et sous réserve que le cash-flow disponible après paiement des intérêts soit positif).

Il est par ailleurs précisé qu'un bon de souscription d'actions (BSA), permettant aux Fonds TIKEHAU d'acquérir une participation au capital de l'Initiateur, est attaché à chaque obligation. Les BSA sont détachables des obligations à tout moment et peuvent être exercés en tout ou partie en fonction de la survenance de certains événements, et en tout état de cause à la date d'échéance fixée le

⁴⁴ Les souscripteurs sont PRIMA EU CREDIT FUND (8 M€), SC TKH EU PD SARL (10 M€) et TIKEHAU DIRECT LENDING V (42 M€). Ils sont représentés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT en tant que mandataire.

⁴⁵ Ce ratio doit être inférieur à 4,75x au 31 décembre 2021 et à 4,25x à compter du 30 juin 2022 jusqu'à l'échéance de l'emprunt.



5 août 2028. L'exercice des BSA pourrait permettre aux Fonds TIKEHAU d'acquérir au maximum 10,18%⁴⁶ du capital de PHAST INVEST. Le prix de souscription par action, d'une valeur nominale de 10€, s'élève à 28 375,54€. Ce prix de souscription correspond à la valeur de PHAST INVEST par transparence avec le prix d'Offre. Les Fonds TIKEHAU détenteurs des BSA pourraient dès lors percevoir une quote-part de la plus-value éventuelle en cas de cession d'actions PHAST INVEST, dès lors que la valeur des titres PRODDWARE sous-jacents serait supérieure au prix d'Offre.

Il est également d'ores et déjà envisagé qu'une partie des BSA détenus par les Fonds TIKEHAU ayant souscrit à l'emprunt obligataire PHAST INVEST soit transférée vers les fonds TIKEHAU ayant souscrit à l'emprunt PRODDWARE, selon une répartition définie par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT.

Enfin, les titulaires de BSA bénéficient de mécanismes de protection légale et contractuelle et notamment d'une protection anti-dilutive.

L'analyse de l'emprunt obligataire PHAST INVEST doit être menée conjointement avec l'avenant au financement PRODDWARE décrit ci-après au paragraphe 6.5.


Nous pouvons toutefois relever les éléments suivants :

- Les Fonds TIKEHAU devront, en cas d'exercice des BSA, investir en numéraire au niveau de PHAST INVEST de sorte qu'ils seront exposés aux risques associés à la structuration LBO en place, sans garantie ;
- La création de valeur dont pourraient bénéficier les Fonds TIKEHAU suite à l'exercice des BSA est susceptible d'évoluer chaque année, à la hausse comme à la baisse, en fonction notamment des performances du sous-jacent, PRODDWARE ;
- Comme nous le verrons ci-après (cf. §6.4 – Engagement contractuel), il n'existe aucun prix de cession garanti ni aucune formule de calcul du prix de cession pour les actions PHAST INVEST que pourraient être amenés à détenir les Fonds TIKEHAU dans le cadre de l'exercice des BSA.

6.4. Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT

Les Associés ont conclu le 20 octobre 2021 un engagement contractuel (ci-après « l'Engagement ») avec les fonds gérés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT (ci-après « les Fonds TIKEHAU ») qui ont souscrit l'emprunt obligataire présenté ci-dessus (§6.3). L'Engagement

⁴⁶ Selon les termes et conditions des BSA annexés au contrat de souscription, la participation maximum que pourrait acquérir TIKEHAU est de 10,18%. Le projet de note d'information en date du 25 octobre 2021 mentionne pour sa part une participation au capital de l'Initiateur pouvant représenter jusqu'à 9,5%, laquelle correspond à une estimation à la date du projet de note d'information.



est conclu pour une durée de 15 ans et sera renouvelé automatiquement par tacite reconduction pour des périodes successives d'un an.

Il est précisé que cet Engagement n'est pas constitutif d'une action de concert tant vis-à-vis de PHAST INVEST que de PRODDWARE.

Nous avons obtenu communication de l'Engagement et nous avons examiné son contenu.

Cet Engagement a pour objet de définir les modalités de transfert des titres PHAST INVEST qui seraient susceptibles d'être détenus par les Fonds TIKEHAU en cas d'exercice des BSA attachés aux obligations souscrites dans le cadre de l'emprunt obligataire émis par PHAST INVEST (cf. ci-dessus).

Il précise la nature des opérations qui constituent des transferts libres et ne donnent pas droit à l'application du droit de préemption, du droit de sortie conjointe ou du droit de sortie forcée. Le transfert d'une partie des BSA détenus par les Fonds TIKEHAU ayant souscrit à l'emprunt obligataire PHAST INVEST vers les fonds TIKEHAU ayant souscrit à l'emprunt PRODDWARE entre notamment dans cette catégorie des transferts libres.

L'Engagement institue un droit de préemption au profit des Associés en cas de cession d'actions par les Fonds TIKEHAU, un droit de sortie conjointe totale au profit des Fonds TIKEHAU en cas de cession par les Associés du contrôle de PHAST INVEST et un droit de sortie forcée pouvant être exercé par les Associés en cas de cession de plus de 80% du capital et des droits de vote de PHAST INVEST, en vertu duquel les Fonds TIKEHAU seront tenus de transférer l'intégralité des titres PHAST INVEST qu'ils détiennent.

L'engagement comporte également des dispositions relatives à la gouvernance de PHAST INVEST permettant aux Fonds TIKEHAU de désigner un censeur au conseil de surveillance de PHAST INVEST, celui-ci ne bénéficiant toutefois pas de droit de vote.

L'Engagement ne contient aucune disposition relative au prix de cession des titres PHAST INVEST, et notamment aucun prix de cession garanti ni aucune formule de calcul du prix de cession. Dans ces conditions, l'Engagement n'est donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.5. L'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODDWARE

Le contrat de financement conclu le 5 août 2021 entre PRODDWARE et TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, et portant sur l'émission, par PRODDWARE, d'un emprunt obligataire d'un montant de 140 M€ (tranche ferme) assorti d'une tranche complémentaire d'un montant maximum de 40 M€, a fait l'objet d'un avenant en date du 20 octobre 2021, qui entrera en vigueur en cas de succès de l'Offre.



Cet avenant a notamment pour objet de diminuer la marge applicable aux obligations PRODDWARE, d'augmenter l'option de capitalisation de la marge *cash*⁴⁷ et de modifier les conditions de changement contrôle pour tenir compte de l'Offre.

La diminution de la marge applicable aux obligations est de -0,45 pt par rapport au contrat initial pour la première année et de -1,45 pts à partir de la deuxième année. La marge sera donc comprise, selon l'avenant, entre 5,25% et 6,75% sur l'ensemble de la durée de l'emprunt, au lieu de 5,70% à 7,20% pour la première année et de 6,70% à 8,20% à compter de la deuxième année selon le contrat initial, étant précisé que le niveau de marge applicable est fonction du ratio de levier financier (dette financière nette / EBITDA)

La diminution de la marge consentie par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT est justifiée, selon les termes de l'avenant, par le droit accordé aux souscripteurs de l'emprunt PRODDWARE⁴⁸ d'acquérir une partie des BSA émis par PHAST INVEST dans le cadre de son emprunt obligataire (cf. §6.3).

Les modifications ainsi apportées permettent de réduire le montant des charges financières supportées par PRODDWARE.

Nous relevons toutefois que le taux d'intérêt au titre de l'emprunt PRODDWARE est supérieur à celui de l'emprunt PHAST INVEST. Afin d'apprécier l'incidence de ce constat nous avons comparé le taux de rendement interne (ou « TRI »), pour TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, de l'emprunt PRODDWARE sur la base des conditions révisées, avec le taux de rendement interne de l'emprunt obligataire PHAST INVEST auquel sont attachés des BSA. En effet, le coût du financement de l'Offre pour l'Initiateur doit s'analyser au travers du coupon payé au titre des obligations émises et de la dilution potentielle en capital qu'il subira en cas d'exercice des BSA attachés aux obligations.

Il ressort selon nos analyses que, pour TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, le taux de rendement interne des deux financements est identique dans le cas où la valeur de l'action PRODDWARE serait d'environ 15,5€ à horizon 2028, date d'échéance des BSA PHAST INVEST. Sur la base des hypothèses du plan d'affaires de la Société nous considérons que cette valeur par action PRODDWARE est atteignable. Il convient toutefois de préciser que ce calcul n'intègre pas d'effet actualisation pour tenir compte de la valeur temps et du risque de réalisation des prévisions, et n'est par conséquent pas comparable au prix d'Offre qui pourrait être perçu dès la clôture de l'Offre par les actionnaires de PRODDWARE.

Selon nos analyses, les conditions des deux financements accordés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, à PRODDWARE d'une part, et à PHAST INVEST d'autre part, présentent des modalités différentes mais apparaissent *in fine* cohérentes au regard du profil de risque de chacune des sociétés et en particulier de celui de PHAST INVEST, société holding ayant pour seule vocation de porter des titres PRODDWARE.

⁴⁷ Augmentation de l'option de capitalisation des intérêts de 40% à 50%, sans supporter un intérêt additionnel.

⁴⁸ 8 fonds gérés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT.



Dans ces conditions les financements accordés par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.6. Engagements de non-apport à l'Offre

La société PRODDWARE a émis 1.969.300 BSAANE dont 509.300 sont détenus par certains cadres dirigeants de la Société. Ceux-ci représentent la totalité des BSAANE non détenus par l'Initiateur.

Chacun des cadres dirigeants concernés s'est engagé irrévocablement, dans un courrier en date du 21 octobre 2021, à ne pas apporter à l'Offre l'intégralité des actions PRODDWARE qu'il pourrait être amené à détenir suite à l'exercice des BSAANE, soit 509.300 actions.

En conséquence, la totalité des 509.300 actions susceptibles de résulter de l'exercice des BSAANE détenus par les cadres dirigeants ne sont pas visées par l'Offre.

Nous nous sommes fait confirmer qu'il n'existait pas de contrepartie à cet engagement.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur cet engagement de non-apport conclu entre l'Initiateur et les porteurs de BSAANE.

6.7. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu, ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre.

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur

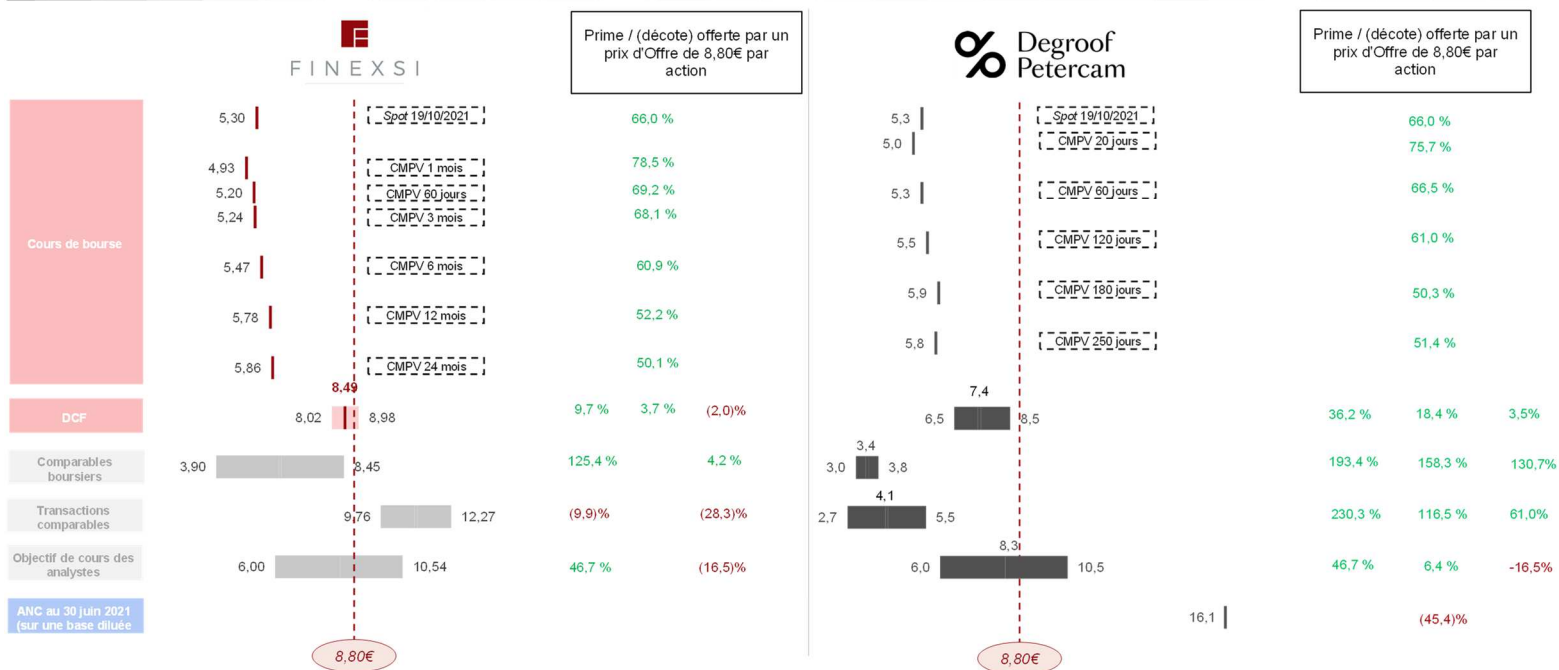
L'Etablissement Présentateur, BANQUE DEGROOF PETERCAM SA, a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons également les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre :

Figure 15 - Comparaison des travaux de valorisation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur


Résultats de l'évaluation multicritères de l'action PRODWARE par FINEXSI et DEGROOF PETERCAM



7.1. Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de PRODWARE, l'Etablissement Présentateur a retenu les mêmes méthodes et références que FINEXSI, à savoir la référence au cours de bourse, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables et la référence aux objectifs de cours des analystes.

BANQUE DEGROOF PETERCAM SA fait également référence à l'actif net comptable, que nous avons pour notre part écarté.



L'Etablissement Présentateur a, tout comme nous l'avons fait, écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes futurs et la valeur liquidative.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2. Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1. Données de références

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu pour le DCF, une dette nette ajustée de 139,7 M€ au 30 septembre 2021, en ce compris les dettes de location IFRS 16. Pour les méthodes analogiques, la dette nette ajustée retenue par BANQUE DEGROOF PETERCAM SA s'élève à 92,0 M€ au 30 septembre 2021. Ce montant s'entend hors dettes de location liées à IFRS 16 et tient compte d'éléments capturés dans les flux de trésorerie du DCF, à savoir 11,9 M€ d'actifs d'impôts différés et 1,8 M€ de valeur actualisée des dividendes provenant de CKL SOFTWARE.

FINEXSI, pour sa part, a retenu une dette nette ajustée de 93,5 M€ au 30 juin 2021, identique pour toutes les méthodes d'évaluation. Ce montant ne tient pas compte des dettes de loyers dans la mesure où l'application de la norme IFRS 16 a été retraitée du plan d'affaires du management.

Les principaux écarts entre le montant de 139,7 M€ retenu par l'Etablissement Présentateur pour l'approche DCF, et le montant déterminé par FINEXSI proviennent de :

- La prise en compte par l'Etablissement Présentateur des dettes de loyers liées à IFRS 16 pour un montant de 34,1 M€, quand nous avons pour notre part réintégré les loyers dans les flux du plan d'affaires ;
- La prise en compte par l'Etablissement Présentateur d'un flux de 3,3 M€ correspondant au cash-flow estimé entre juillet et septembre 2021 compte tenu de la date retenue pour son calcul de dette financière nette au 30 septembre 2021. Nous avons pour notre part déterminé une dette nette au 30 juin 2021 et considéré les flux générés sur la période juillet-septembre 2021 dans le DCF ;
- La prise en compte par FINEXSI d'un montant de 10,5 M€ correspondant à la valeur actualisée des déficits fiscaux activés et non activés au 30 juin 2021 en fonction de leur horizon de consommation. L'Etablissement Présentateur a pour sa part retenu une partie des déficits fiscaux (11,9 M€) dans les flux du DCF et intégré la part non consommée sur l'horizon du plan d'affaires (1,4 M€) dans son calcul de dette nette.

Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Etablissement Présentateur au 30 septembre 2021 (9.259.483 actions sur une base diluée) est proche de celui déterminé par FINEXSI au 30 juin 2021 (9.254.744 sur une base diluée). L'écart s'explique par un nombre d'actions auto détenues différent entre ces deux dates.



7.2.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Concernant les prévisions considérées

Les analyses de FINEXSI et de BANQUE DEGROOF PETERCAM SA se basent sur le même plan d'affaires « *standalone* » 2021E - 2025E établi par le management de PRODDWARE.

FINEXSI a retraité l'application de la norme IFRS 16 en réintégrant les charges de loyers dans les flux, ce qui n'est pas le cas de l'Etablissement Présentateur.

Afin de tendre vers une performance normative, FINEXSI a procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, et sur 6 années supplémentaires pour BANQUE DEGROOF PETERCAM SA.

Nous avons mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels en date du 1^{er} juillet 2021, alors que l'Etablissement présentateur s'est positionné au 30 septembre 2021 et a considéré les flux générés sur la période juillet-septembre 2021 dans son calcul de dette nette.

Concernant les hypothèses financières

L'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de 1,0%. Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Concernant le taux d'actualisation, l'Etablissement Présentateur retient un coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 11,4%, quand nous retenons un CMPC de 10,9%.

Analyse des sensibilités et résultats

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action PRODDWARE aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation avec des pas de sensibilité différents. FINEXSI a également analysé la sensibilité de la valeur par action aux variations combinées de la marge d'EBIT normative et du taux d'actualisation.

La valeur par action retenue par BANQUE DEGROOF PETERCAM SA s'établit dans une fourchette comprise entre 6,5€ et 8,5€, avec une valeur centrale de 7,4€ par action PRODDWARE.

Pour FINEXSI, la valeur par action PRODDWARE s'établit entre 8,02€ et 8,98€, avec une valeur centrale de 8,49€ par action.

7.2.3. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Il est à noter que BANQUE DEGROOF PETERCAM SA calcule les CMPV sur la base des cours de clôture, quand nous les calculons sur la base des cours *intraday*, ce qui explique certains écarts, limités, entre les deux analyses.



7.2.4. Méthode des comparables boursiers

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de cinq sociétés : LINEDATA SERVICES, ORDINA, COMARCH, CEGEDIM, et AXWAY SOFTWARE.

FINEXSI a retenu, en plus des cinq sociétés susmentionnées, les sociétés NEURONES, CTAC, S&T AG et SWORD GROUP.

Tout comme FINEXSI, BANQUE DEGROOF PETERCAM SA a retenu l'EBIT comme agrégat de référence pour l'application des multiples.

FINEXSI a appliqué les multiples d'EBIT 2021E et 2022E aux agrégats des mêmes années issus du plan d'affaires du management, après retraitement des dépréciations exceptionnelles attendues ces mêmes années (12 M€ en 2020 et 8 M€ en 2021). Pour sa part, BANQUE DEGROOF PETERCAM SA a appliqué les multiples d'EBIT à la moyenne des EBIT attendus par le management entre 2023E et 2025E, considérant ces EBIT comme normatifs en l'absence de dépréciations exceptionnelles.

BANQUE DEGROOF PETERCAM SA retient une fourchette de valeurs comprises entre 3,0€ et 3,8€ par action PRODDWARE, quand nous retenons une fourchette plus large, comprise entre 3,90€ et 8,45€ par action PRODDWARE.

7.2.5. Méthode des transactions comparables

FINEXSI a retenu douze transactions considérées comme comparables et intervenues depuis 2016. L'Etablissement Présentateur a retenu les mêmes transactions, à l'exception des opérations AXXES NV et M4 SYSTEMS LIMITED. L'Etablissement Présentateur a par ailleurs intégré dans son échantillon les opérations visant JAPAN SYSTEMS CO et NCI, que nous n'avons pas retenues.

Comme pour les comparables boursiers, l'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont considéré l'EBIT comme agrégat de référence.

L'échantillon sélectionné par l'Etablissement Présentateur extériorise un multiple moyen de 11,8x et un multiple médian de 12,2x. L'échantillon de FINEXSI fait pour sa part ressortir un multiple d'EBIT moyen de 10,8x.

FINEXSI applique ce dernier multiple aux EBIT publiés par la Société lors des deux derniers exercices clos (2019 et 2020). BANQUE DEGROOF PETERCAM SA applique au multiple médian de son échantillon une prime de +10% et une décote de -10% et retient comme EBIT de référence l'EBIT LTM⁴⁹ au 30 juin 2021.

BANQUE DEGROOF PETERCAM SA retient une fourchette de valeurs comprises entre 2,7€ et 5,5€ par action PRODDWARE, quand nous retenons une fourchette comprise entre 9,76€ et 12,27€ par action PRODDWARE.

⁴⁹ Last Twelve Month.



7.2.6. Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre PRODWARE retenue par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se basent sur les mêmes notes.

7.2.7. Référence à l'actif net comptable

Nous n'avons pas retenu cette référence dans la mesure où l'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

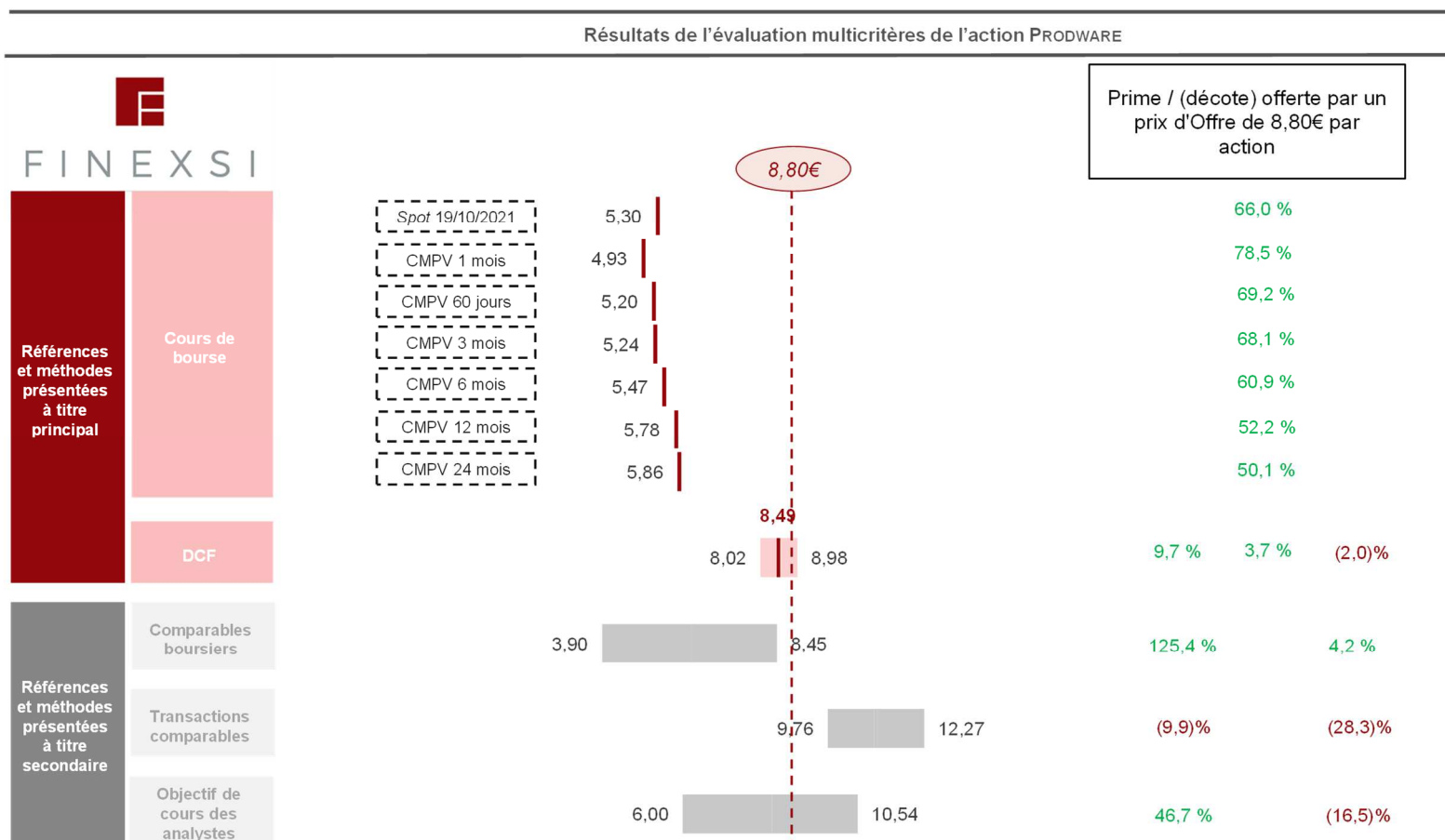
BANQUE DEGROOF PETERCAM SA fait référence à l'actif net comptable au 30 juin 2021 qui ressort à 16,1€ par action.

8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de PRODWARE

À l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre de 8,80€ par action PRODWARE fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes et références que nous avons jugées pertinentes.

Figure 16 - Synthèse de nos travaux d'évaluation




Sources : analyses FINEXSI

8.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de PRODWARE

La présente Offre Publique d'Achat est une offre volontaire, sans intention de retrait obligatoire de la part de l'Initiateur. Elle donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de PRODWARE qui le souhaitent, avec une prime de 66% sur le dernier cours de bourse précédant



l'annonce et une prime de 69,2% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce.

S'agissant d'une offre de liquidité, l'actionnaire qui le souhaite peut également conserver ses titres s'il anticipe une évolution favorable de la Société du fait de la mutation stratégique.

Le Groupe PRODDWARE présente un profil de risque relativement élevé en raison de son niveau d'endettement, de la mutation du *business model* initiée par le management et des difficultés rencontrées dans le secteur en termes de recrutement.


Le critère du DCF, retenu à titre principal, est selon nous le plus à même de refléter la mutation du *business model*. Le prix d'Offre est proche de la valeur centrale de 8,49 € extériorisée par ce critère, dont la mise en œuvre est fondée sur un plan d'affaires qui repose sur une croissance limitée des revenus, une érosion de la marge d'EBIT sur l'horizon explicite (du fait de la transition vers le mode *SaaS*) par rapport à l'historique et une génération de *cash-flow* supérieure à celle constatée historiquement en raison d'une réduction significative des CAPEX (laquelle résulte de la décroissance du « *On Premise* »). Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du management et factorise une partie du risque de réalisation apparaît donc globalement équilibré. Sur ces bases, le prix d'Offre « immunise » l'actionnaire du risque lié à la mutation du *business model*.

Concernant les méthodes analogiques, présentées à titre secondaire, nous observons que celles-ci encadrent le prix d'Offre. Celui-ci fait ressortir des primes sur les valeurs extériorisées par les comparables boursiers et des décotes sur les valeurs extériorisées par les transactions comparables, étant précisé que les multiples transactionnels intègrent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur. Ces méthodes apparaissent toutefois difficiles à mettre en œuvre pour les raisons exposées ci-avant (comparabilité des échantillons, mutation du *business model*, etc.).

Le prix d'Offre est également encadré par les objectifs de cours publiés par les analystes postérieurement à l'annonce des résultats du premier semestre 2021, et avant l'annonce de l'Offre.

En ce qui concerne les accords connexes

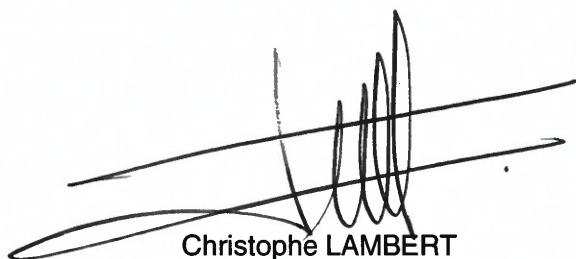
L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le pacte d'actionnaires, (ii) les traités d'apports, (iii) l'emprunt obligataire PHAST INVEST, (iv) l'Engagement contractuel avec TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT, (v) l'avenant à la documentation de financement existante au niveau de PRODDWARE, et (vi) les engagements de non-apport à l'Offre, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.



En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 8,80€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PRODWARE.

Fait à Paris le 2 novembre 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT

Associé



Olivier PERONNET

Associé

PJ : Annexes



9. Annexes

9.1. Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- commissariat aux comptes ;
- acquisitions et cessions d'entreprises ;
- apports et fusions ;
- évaluation et expertise indépendante ;
- assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat	Perella Weinberg Partners, Citigroup
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 170 k€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 600 heures.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission.
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission.



3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération :

- échanges avec le management de la Société ;
- échanges avec les conseils financier et juridique de la Société.

5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente.

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.

7 - Analyse du cours de bourse de PRODWARE :

- Analyse de l'évolution du cours ;
- Analyse du flottant et de la liquidité.

8 - Revue du plan d'affaires du management de la Société.

9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité.

10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers.

11 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables.

12 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :

- Cours spot et cours moyens pondérés par les volumes ;
- Objectifs de cours des analystes.

13 - Analyse du projet de note d'information, et en particulier des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre.

14 - Analyse du projet de note en réponse.

15 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur.

16 - Revue indépendante.

17 - Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude

13 septembre 2021	Conseil d'administration désignant le cabinet FINEXSI en tant qu'Expert indépendant
13 septembre 2021	Ouverture de la <i>dataroom</i> (informations juridiques, études de marché, etc.)
17 septembre 2021	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur sur les sujets de valorisation
23 septembre 2021	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur sur les sujets de valorisation
27 septembre 2021	Réunion de travail avec le management sur le plan d'affaires de la Société
28 septembre 2021	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur sur les sujets de valorisation
4 octobre 2021	Réunion de travail avec le management sur la stratégie et le plan d'affaires de la Société
6 octobre 2021	Réunion de travail avec le management sur le plan d'affaires, les comptes semestriels et la dette nette ajustée
8 octobre 2021	Réunion de travail avec l'Etablissement Présentateur sur les sujets de valorisation
18 octobre 2021	Réunion de travail avec le management et les conseils de la Société sur les accords connexes
26 octobre 2021	Conférence téléphonique avec l'AMF
28 octobre - 29 octobre 2021	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
2 novembre 2021	Réception des lettres d'affirmation signées par PRODWARE et PHAST INVEST
2 novembre 2021	Remise de notre attestation d'équité



Liste des principales personnes rencontrées ou contactées

PRODWARE

- Monsieur Stéphane CONRARD, Directeur Général Délégué ;
- Madame Sandra CHOKRON, Directrice Juridique ;
- Monsieur Cyril BENAINOUS (Expert-comptable, BC CONSEILS).

BANQUE DEGROOF PETERCAM SA, Etablissement Présentateur

- Monsieur Cyril KAMMOUN, CEO & Managing Partner ;
- Monsieur Philippe PERSONNE, Managing Director ;
- Monsieur Freddy MOLAND, Managing Director ;
- Monsieur Clément BOISSEAU, Vice President ;
- Monsieur Alexandre DOUILLET, Analyst.

GIDE LOYRETTE NOUEL, conseil juridique de la Société

- Monsieur Charles DE REALS, Associé.

D'ALVERNY AVOCATS, conseil juridique de l'Initiateur

- Monsieur Henri-Joseph TREMOLET DE VILLIERS, Associé ;
- Madame Véronique MERVOYER ; Associée.

Sources d'information utilisées

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière de PRODWARE ;
- Plan d'affaires 2021-2025 de la Société ;
- PV des CA tenus en 2021 ;
- Rapport d'évaluation de PRODWARE préparé par l'Etablissement Présentateur ;
- Projet de note d'information et de note en réponse ;
- Notes d'analystes suivant le titre PRODWARE.



Informations de marché

- Communication financière de PRODWARE sur les exercices 2016 à 2020 et sur le 1^{er} semestre 2021 ;
- Communication de PRODWARE relative à l'Opération ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, etc. ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, FMI, BANQUE DE FRANCE.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Christophe LAMBERT (Associé), ont notamment été assistés de Messieurs Maxime ROGEON (Senior Manager), Julien BIANCIOTTO (Ingénieur Evalueur Modélisateur) et Arthur LANDES (Senior Analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- la revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- la revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- la revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.



Lettre de mission



FINEXSI
A l'attention de Messieurs
Olivier PERONNET et Christophe LAMBERT
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 13 septembre 2021

Chers Messieurs,

Partenaire Microsoft et Sage de premier plan, PRODWARE est une ESN spécialisée dans la transformation digitale. Avec près de 1 100 collaborateurs répartis sur 12 pays, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 172,4 M€ en 2020.

Il est envisagé une offre publique d'achat, initiée par la société PHAST INVEST sur les actions de PRODWARE (ci-après « l'Offre »).

La société PHAST INVEST est détenue à parts égales par MM Philippe Bouaziz, Alain Conrard et Stéphane Conrard (les « Actionnaires Historiques »). Phast Invest détient déjà environ 19% du capital de Prodware. PHAST INVEST entrerait en concert avec les Actionnaires Historiques et un autre dirigeant de PRODWARE, François RICHARD, aux termes d'un pacte d'actionnaires à conclure préalablement au dépôt de l'offre.

L'Offre consisterait donc en une offre publique d'achat volontaire, soumise à la procédure normale (telle que celle-ci est décrite aux articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF) et visant les titres de la Société non-détenus par le concert composé de PHAST INVEST, les Actionnaires Historiques et François Richard.

Il est envisagé que ces opérations soient initiées et réalisées avant la fin de l'année 2021.

Le Conseil d'administration de PRODWARE ne comptant parmi ses membres qu'une seule administratrice indépendante, les conditions visées par les dispositions de l'article 261-1, III* du règlement général de l'AMF ne sont pas réunies, de sorte qu'aucun comité ad hoc ne peut être désigné. Votre désignation en qualité d'expert indépendant reste donc soumise à l'agrément de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement Général et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.



Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres PRODWARE qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil de Surveillance de PRODWARE d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-11 - 2° et 4° du Règlement général de l'AMF :

261 – 11. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

- 2. Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (les dirigeants étant actionnaires de contrôle de la société qui initie l'offre) ;*
- 4. Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...] ».*
(Plusieurs accords connexes sont prévus)

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

Septembre 2021 : Début de la Mission

Semaine du 18 octobre 2021 : Date prévue pour le dépôt par l'initiateur de la note d'information

Semaine du 1^{er} novembre 2021 : Date prévue de remise de votre rapport

Semaine du 1^{er} novembre 2021 : Conseil d'administration de PRODWARE émettant son avis motivé sur le projet d'Offre

Semaine du 1^{er} novembre 2021 : Dépôt du projet de note en réponse



Nous avons compris de nos échanges que vous disposez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à 20 jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la société, les conseils de la société, l'Etablissement présentateur de l'offre et le cas échéant les représentants de la Direction des Emetteurs de l'AMF sur les données à analyser (éléments financiers historiques et prévisionnels).
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de Prodware (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires.



Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXIS, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

A handwritten signature in black ink, appearing to be "S. Conrard".

Stéphane CONRARD

Directeur Général Délégué