

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ETABLI PAR LA SOCIETE**



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT VISANT SES
ACTIONS INITIEE PAR ORANGE BUSINESS SERVICES, FILIALE DE**



ET PRESENTEE PAR



**PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP**

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 3 avril 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

**L'OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF**

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

Les exemplaires du Projet de Note en Réponse sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Business & Decision (<https://fr.group.businessdecision.com>) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Business & Decision, Cœur Défense A 110 Esplanade du Général de Gaulle, 92931 Paris La Défense Cedex.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Business & Decision seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après).

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	3
1.1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
1.2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
1.2.1.	Contexte de l'offre.....	4
1.2.2.	Motifs de l'offre	5
1.2.3.	Déclarations de franchissement de seuils	5
1.2.4.	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'offre	5
1.2.5.	Principales autres caractéristiques de l'offre	5
1.2.6.	Restriction concernant l'offre à l'étranger	6
1.2.7.	Procédure de présentation des actions à l'offre	7
1.2.8.	Calendrier indicatif de l'offre	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	8
3.	INFORMATION DES SALARIES DE BUSINESS & DECISION ET SES FILIALES	14
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	14
5.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	14
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	14
7.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	14
7.1.	Structure et répartition du capital de la Société	14
7.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	14
7.3.	Restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice du droit de vote	14
7.4.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	15
7.5.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et 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	15
7.6.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	15
7.7.	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	15
7.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts	15
7.8.1.	Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration	15
7.8.2.	Modification des statuts	16
7.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	16
7.10.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	16
7.11.	Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	16
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	17
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE ...	17
	ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Orange Business Services¹, société anonyme au capital de 1.063.592.809,20 euros, dont le siège social est situé 1, place des droits de l'Homme, 93210 Saint-Denis-La-Plaine, identifiée au SIREN sous le numéro 345 039 416 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bobigny (l'« **Initiateur** » ou « **Orange Business Services** »), contrôlée par Orange, société anonyme au capital 10.640.226.396 euros, dont le siège social est situé 78, rue Olivier de Serres, 75015 Paris, identifiée au SIREN sous le numéro 380 129 866 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris – Compartiment A sous le code ISIN FR0000133308 et le mnémonique ORA (« **Orange SA** ») (ci-après dénommé, avec Orange Business Services, le « **Groupe Orange** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Business & Decision, société anonyme au capital de 551.808,25 euros, dont le siège social est situé Cœur Défense A 110 Esplanade du Général de Gaulle, 92931 Paris La Défense Cedex, identifiée au SIREN sous le numéro 384 518 114 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre (« **Business & Decision** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris – Compartiment C sous le code ISIN FR0000078958 et le mnémonique BND, d'acquérir leurs actions Business & Decision au prix de 7,93 euros par action (le « **Prix d'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse, soit 503.168 actions représentant 519.942 droits de vote, soit 6,38% du capital et 6,58% des droits de vote² de la Société.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF, le 12 mars 2020, un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur, et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Business & Decision qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire de 7,93 euros par action Business & Decision, égale au Prix d'Offre par action, nette de tous frais (le « **Retrait Obligatoire** »).

Dans une décision adoptée le 11 février 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé :

- i) de constituer en son sein un comité ad hoc (le « **Comité ad hoc** ») chargé (i) de recommander un expert indépendant (ii) de superviser la mission de l'expert indépendant et son bon déroulement, (iii) d'en rendre compte au conseil d'administration, et plus généralement (iii) d'assister le conseil d'administration dans l'appréciation des mérites de l'Offre (en ce compris en formulant des avis, des

¹ Société anciennement dénommée Network Related Services.

² Sur la base d'un capital composé de 7.882.975 actions représentant 7.899.749 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

- recommandations et en préparant les travaux du conseil d'administration, notamment un projet d'avis motivé) ; et
- ii) que le Comité ad hoc serait composé de M. Christophe Eouzan, également administrateur de l'Initiateur, de Mme Claire Roblet, administratrice indépendante, et de Mme Catherine Daneyrole, administratrice indépendante.

Dans une décision adoptée le 17 février 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du Comité ad hoc, et conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mises à 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 règlement général de l'AMF.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 1.3 (« *Caractéristiques de l'offre* ») du Projet de Note d'Information.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'offre

Il est rappelé que le Groupe Orange a acquis le 5 juin 2018 un bloc de 59,10% du capital de la Société détenu directement et indirectement par la famille Bensabat, famille du fondateur de la Société, au prix de 7,70 euros par action (le « **Prix de Cession** »). En application des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement à la hausse par le Groupe Orange des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société, la société Network Related Services renommée depuis le 19 juillet 2018 Orange Business Services, a déposé auprès de l'AMF le 6 juin 2018 un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions non détenues par elle à un prix de 7,93 euros par action (l'« **OPA 2018** »). Dans sa séance du 26 juin 2018, l'AMF a déclaré conforme le projet d'offre publique d'achat simplifiée (cf. D&I 218C1125). Cette offre visait 2.556.669 actions de la Société représentant 32,43% du capital de la Société, étant précisé que l'offre ne visait pas 384.490 actions de la Société, représentant 4,88% du capital de la Société, détenues par la Succession Bensabat¹ et par la Succession Chavit² (les « **Actions Sous Promesses** ») qui faisaient l'objet de promesses de vente et d'achat au prix de 7,70 euros par action conclues avec le Groupe Orange dans l'attente de décisions judiciaires portant notamment sur la clôture des successions susvisées, en ce compris des autorisations du juge des tutelles nécessaires à la cession desdites actions. A la clôture de l'offre le 19 juillet 2018, l'Initiateur détenait 6.449.956 actions de la Société, soit 81,82% du capital et au moins 78,11% des droits de vote de la Société à cette date.

Le 10 octobre 2018, l'Initiateur a par ailleurs acquis un bloc de 386.867 actions de la Société au prix de 7,93 euros par action, représentant 4,91% du capital de la Société. L'Initiateur a également acquis, entre la clôture de l'OPA 2018 et le 9 décembre 2019, 159.438 actions de la Société à un prix maximum de 7,93 euros par action, représentant 2,02% du capital de la Société, et portant sa participation à 6.996.261 actions, représentant 88,75% du capital de la Société.

Le 10 décembre 2019, l'Initiateur, ayant exercé la promesse de vente (l'« **Exercice de la Promesse de Vente** ») suivant l'obtention des autorisations judiciaires et/ou gouvernementales pertinentes permettant le transfert des Actions Sous Promesses à un prix par action égal au Prix de Cession, a ainsi acquis 383.546 actions de la Société au prix de 7,70 euros par action, représentant 4,87% du capital de la Société. Suite à l'Exercice de la Promesse de Vente, l'Initiateur a déclaré avoir franchi en hausse le 10 décembre 2019 les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société et

¹ Succession liée au décès du fondateur de la Société, M. Patrick Bensabat, le 29 janvier 2016.

² Succession liée au décès de Mme Clémentine Chavit, mère de Patrick Bensabat, le 29 décembre 2017.

détenir 7.379.807 actions représentant autant de droits de vote, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de la Société (cf. D&I219C2738).

Dans un communiqué du 12 février 2020 (la « **Date d'Annonce** »), l'Initiateur a annoncé son intention de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la Société au prix de 7,93 euros par action.

C'est dans ce contexte que l'Etablissement Présentateur a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 12 mars 2020 pour le compte de l'Initiateur.

1.2.2. Motifs de l'offre

Il est rappelé que le rapprochement de la Société et de l'Initiateur s'inscrit dans la stratégie de développement d'Orange Business Services comme acteur mondial de la transformation digitale, et leader sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la fourniture de services de données, l'expertise de la Société en matière de Business Intelligence et de science des données (Data Science) ayant renforcé les activités d'Orange Business Services dans la gouvernance et l'analyse des données.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, vise à procéder au retrait de la Société du marché boursier, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en s'exonérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société dans un contexte où, au regard des moyens financiers de son actionnaire de contrôle, le Groupe Orange, le maintien de la cotation des actions ne présente plus, pour la Société, d'intérêt économique et financier. Par exemple, il n'est pas envisagé que la Société fasse appel au marché pour se financer.

En conséquence, l'Initiateur sollicitera à la clôture de l'Offre la mise en œuvre du Retrait Obligatoire entraînant la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris.

1.2.3. Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a, par courrier du 13 décembre 2019, déclaré avoir franchi en hausse, le 10 décembre 2019, les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 7.379.807 actions représentant autant de droits de vote de la Société, soit 93,62% du capital et 92,08% des droits de vote de la Société. Ce franchissement de seuils résulte d'une acquisition d'actions de la Société hors marché.

1.2.4. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'offre

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 7.379.807 actions représentant autant de droits de vote, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, existantes à ce jour et non encore détenues par l'Initiateur à la date des présentes, soit 503.168 actions représentant 519.942 droits de vote, soit 6,38% du capital et 6,58% des droits de vote de la Société.

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.5. Principales autres caractéristiques de l'offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en numéraire les actions de la Société au prix de 7,93 euros par action.

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

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note en réponse. L'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre.

En cas de visa par l'AMF, la note en réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui la Société (<https://fr.group.businessdecision.com>) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

1.2.6. Restriction concernant l'offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France. La diffusion du présent Projet de Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de ce document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La Société décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation par qui que ce soit des restrictions applicables.

Le présent Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que le présent Projet de Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement à des personnes ayant leur résidence Etats-Unis ou à des "US persons" (au sens de Regulation S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué ou diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis ou une « US person », (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport d'actions, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport d'actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de cette dernière). Le présent Projet de Note en

Réponse ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation d'un ordre de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses Etats et le District de Columbia.

1.2.7. Procédure de présentation des actions à l'offre

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire (étant précisé que, pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au nominatif pur, l'intermédiaire est CM-CIC Market Solutions, établissement assurant la gestion du service titres et du registre nominatif de la Société). Cet ordre de vente doit être remis au plus tard à la date de clôture de l'Offre telle que figurant à la Section 1.3.5 (« *Calendrier indicatif de l'offre* ») du Projet de Note d'Information.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre doivent demander l'inscription de leurs actions au porteur (i) auprès de leur intermédiaire financier si leurs actions sont détenues sous la forme au nominatif administré, ou (ii) auprès de CM-CIC Market Solutions si leurs actions sont détenues sous la forme au nominatif pur.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions à l'Offre seront irrévocables.

Oddo BHF, pour le compte de Portzamparc, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre.

1.2.8. Calendrier indicatif de l'offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre, ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date d'effet.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

12 mars 2020	Dépôt du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet d'Orange SA et de l'AMF du Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Diffusion des communiqués de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.
3 avril 2020	Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant). Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société. Diffusion du communiqué de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.

28 avril 2020	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. Dépôt auprès de l'AMF des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.
29 avril 2020	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet d'Orange SA et de l'AMF de la note d'information et du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF de la note en réponse et du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société. Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document « Autres Informations » de l'Initiateur. Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note en réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société. Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
30 avril 2020	Ouverture de l'Offre.
14 mai 2020	Clôture de l'Offre.
15 mai 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre et de mise en œuvre du Retrait Obligatoire par l'AMF.
Dans les plus brefs délais à compter de la publication de l'avis de résultat	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions de la Société.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 2 avril 2020 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents :

- Monsieur Helmut REISINGER, Président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Pierre-Louis BIAGGI, Administrateur et Directeur général ;
- Madame Catherine DANEYROLE, Administratrice ;
- Madame Claire ROBLET, Administratrice ; et
- Monsieur Christophe EOUZAN, Administrateur.

Il est précisé que Monsieur Olivier Grivillers, Expert Indépendant, associé du Cabinet Crowe HAF était également présent.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

*« Le Conseil d'administration de Business & Decision (la « **Société** ») s'est réuni afin, notamment, d'examiner le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposé par son actionnaire majoritaire, Orange Business Services SA (l'« **Initiateur** ») visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et de rendre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), un avis motivé sur, notamment, l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Il est rappelé que l'Initiateur détenait directement 7.379.807 actions de la Société au jour du dépôt de l'Offre et en détient, au 2 avril 2020, toujours 7.379.807 actions, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de la Société.

Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information de l'Initiateur contenant notamment les motifs de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 7,93 euros par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** ») ;
- le projet de note en réponse de la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF ; et
- le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, désigné expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre ; et
- la note de la Présidente du Comité (tel que ce terme est défini ci-dessous) au Conseil d'administration de la Société.

Le 11 février 2020, il a été décidé par le Conseil d'administration de la Société de mettre en place un comité ad hoc composé de trois membres, comportant une majorité de membres indépendants, avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un Expert Indépendant et de suivre ses travaux (le « **Comité** »).

Le Comité est composé de Mme Catherine Daneyrole, administratrice indépendante et Présidente du Comité, Madame Claire Roblet, administratrice indépendante et Monsieur Christophe Eouzan, administrateur.

Le Comité ne s'est pas fait assister par un conseil juridique.

Le Conseil d'administration a ensuite entendu la Présidente du Comité rendre compte de la mission du Comité et indiquer que, dans le cadre de sa mission, le Comité n'a pas relevé d'éléments de nature, selon lui, à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

La Présidente du Comité résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans le cadre de sa mission :

i) **Sélection et recommandation de l'expert indépendant**

- Le 13 février 2020, au cours d'une première réunion, le Comité a discuté des missions qui lui seraient imparties ainsi que de l'expert indépendant à nommer et de la nature des relations devant être établies entre les deux. Le Comité a ensuite étudié les propositions de mission de quatre cabinets interrogés afin de réaliser une expertise indépendante dans le cadre de l'Offre. Le Comité a notamment analysé les références et expériences des candidats dans ce type d'opérations et dans le secteur particulier des ESN, le profil des équipes dédiées et les honoraires indiqués. Le Comité a retenu le profil de deux cabinets d'expertise indépendante qu'il a été décidé d'auditionner.
- Le 14 février 2020, le Comité a auditionné, séparément, les deux candidats retenus et a décidé de retenir comme éléments d'approfondissement à leur candidature (i) l'expertise des équipes et du cabinet (y compris l'expertise sectorielle) et (ii) les modalités de travail des équipes dédiées de ces candidats avec le Comité ainsi que le calendrier envisagé.
Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que les honoraires proposés, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle du cabinet Crowe HAF, notamment du fait de son expertise reconnue dans des opérations d'offres publiques et de la séniorité de son équipe.
Ce cabinet dispose d'une équipe dédiée à l'évaluation d'entreprises avec 12 collaborateurs qui ont pu travailler dans des contextes variés (expertises lors de fusions-acquisition, expertises judiciaires, expertises de portefeuilles ou encore dans le cadre d'offres publiques). 5 de ces collaborateurs ont été affectés à cette mission.

Ce cabinet a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

Compte tenu de ce qui précède, le Comité a unanimement retenu et recommandé au Conseil d'administration le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en tant qu'expert indépendant à mandater dans le cadre de l'Offre.

- Le 17 février 2020, suivant ainsi l'avis du Comité, le Conseil d'administration de la Société a nommé le cabinet Crowe HAF en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), aux fins d'émettre, en application des dispositions des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

ii) Supervision des travaux de l'Expert Indépendant

- Le 20 février 2020, le Comité et l'Expert Indépendant ont tenu une réunion sur le contenu de la mission de ce dernier, au cours de laquelle les termes de la lettre de mission ont été explicités.
- Le 28 février 2020, le Comité et l'Expert Indépendant ont évoqué le plan d'affaires à trois ans transmis à ce dernier, examiné par le Comité d'audit de la Société et devant être présenté au Conseil d'administration de la Société le 3 mars 2020. Le Comité et l'Expert Indépendant ont également discuté de la méthodologie envisagée pour analyser les conditions financières de l'Offre et, en particulier, des méthodes d'évaluations financières qui pouvaient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel elle intervient et de l'environnement dans lequel elle évolue. Une liste des documents nécessaires à la bonne réalisation de la mission de l'Expert Indépendant a été revue. Le Comité a fait part à l'Expert Indépendant des points d'attention qu'il souhaitait voir traités et analysés.
- Le 16 mars 2020, une réunion entre le Comité et l'Expert Indépendant s'est à nouveau tenue, après que ce dernier a pu échanger avec la Direction Financière de la Société. L'Expert Indépendant a présenté un état d'avancement de ses travaux. Une revue détaillée des données et des tendances du plan d'affaires de la Société, transmis à l'établissement présentateur et à l'Expert Indépendant a été réalisée au regard de l'évolution passée et des perspectives attendues de la Société.

Ce plan a été validé par le Conseil d'administration du 3 mars 2020, et n'a pas pris en compte le potentiel impact de la crise du Coronavirus.

L'Expert Indépendant et le Comité ont précisé que compte tenu de la situation de crise sanitaire, toutes les prévisions prises en compte étaient indépendantes de l'impact éventuel du Coronavirus. L'Expert Indépendant a conclu la réunion en précisant au Comité qu'il lui adresserait un projet de rapport préalablement à la dernière réunion du 26 mars.

Ce projet de rapport a été communiqué au Comité le 24 mars 2020.

- Le 26 mars 2020, une dernière réunion entre le Comité et l'Expert Indépendant s'est tenue. L'Expert Indépendant a confirmé au Comité avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

La Présidente du Comité donne alors la parole à Monsieur Olivier Grivillers, Expert Indépendant afin qu'il expose les termes de son rapport.

Monsieur Olivier Grivillers résume alors le contenu de son rapport et présente au Conseil d'administration la méthodologie retenue et la conclusion de son rapport. Il précise qu'il conclut au caractère équitable de l'Offre, y compris dans la perspective du retrait obligatoire. Un extrait de sa conclusion est reproduit ci-après :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 7,93€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence		7,93 €			
Acquisition du bloc majoritaire* - 5 juin 2018 & 10 décembre 2019		n.a		7,70 €	3,0%
Acquisition d'actions dans le cadre de l'OPAS** - juin/juillet 2018		n.a		7,93 €	0,0%
Acquisition d'actions sur le marché et hors marché depuis l'OPAS*** - octobre 2018 à mai 2019		n.a		7,81€ - 7,93€	0,0% - 1,5%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	4,13 €	5,11 €	6,08 €	6,01 €	32,0%
Méthodes secondaires :					
Référence au cours de bourse****					
Cours spot (au 11 février 2020)		7,65 €		7,65 €	3,7%
Cours moyen pondéré 20 jours		7,71 €		7,71 €	2,8%
Cours moyen pondéré 60 jours		7,70 €		7,70 €	3,0%
Cours moyen pondéré 6 mois		7,65 €		n.a	n.a.
Cours moyen pondéré 12 mois		7,60 €		n.a	n.a.
Méthode des comparables boursiers	2,06 €	n.a.	3,25 €	n.a	n.a.
Référence à l'actif net comptable		2,67 €		n.a	n.a.

n.a. : non applicable

*67,57% du capital (62,69% via l'acquisition conclue le 25 octobre 2017 et finalisée 5 octobre 2018 et 4,88% via la conclusion de promesses croisées signées le 10 mai 2018 et exercées le 10 décembre 2019)

**22,72% du capital (3,59% via l'acquisition d'actions sur le marché pendant la période d'offre du 12 au 14 juin 2018 et 19,13% via l'acquisition d'actions entre la date d'ouverture et la date de clôture de l'offre du 29 juin au 19 juillet inclus)

***retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur

****retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 11 février 2020 (dernier jour d'échange avant l'annonce de l'opération)

(...)

Le prix offert de 7,93€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 3,0% sur le prix d'acquisition par le groupe Orange du bloc majoritaire aux Actionnaires Cédants, et ni prime ni décote sur le prix d'acquisition par Orange aux autres actionnaires dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et sur le prix le plus élevé des acquisitions par le groupe Orange d'octobre 2018 à mai 2019 ;
- présente une prime de 32,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés.
- présente des primes de 2,8% (cours moyen 20 jours) à 3,0% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;

L'Offre permet aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate de l'intégralité de leur participation et une sortie du capital dans des conditions de prix similaires aux transactions de juin 2018 dans un contexte de dégradation des résultats de la Société depuis 2018. Le prix d'Offre est égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur depuis son entrée au capital en juin 2018. Il présente une prime sur la valeur extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisées et sur la référence au cours de bourse.

(...)

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire proposant un prix de 7,93€ par action Business & Decision est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Business & Decision. »

La Présidente du Comité, les membres du Comité et du Conseil d'administration remercient Monsieur Olivier Grivillers.

La Présidente du Comité reprend la parole.

iii) Recommandations du Comité au Conseil d'administration

Le 30 mars 2020, le Comité a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité a de nouveau insisté en reprenant le point d'attention de l'expert indépendant concernant la crise du Covid 19 sur le fait que l'évaluation est fondée sur un plan d'affaires qui n'inclut pas l'impact négatif lié au Coronavirus, et maximise donc la valeur intrinsèque de la Société.

A l'exception d'un actionnaire qui s'est manifesté téléphoniquement pour connaître la date à laquelle il pourra céder ses actions, le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires.

La Présidente du Comité indique également que, dans le cadre de sa mission, le Comité n'a pas relevé d'éléments de nature, selon lui, à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

De manière générale, le Comité a souligné auprès de l'Expert Indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, les éléments ci-après, propres au contexte et à l'Offre, qui lui sont apparus être d'une particulière importance et qu'il a également pris en compte pour établir sa recommandation :

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

Le Comité a pris acte de l'intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires selon l'Initiateur. En particulier, le Comité note que l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions, au Prix d'Offre de 7,93 euros par action, dans un contexte de liquidité très faible de l'action Business & Decision.

Le Prix d'Offre de 7,93 euros par action représente une prime de 3,7% par rapport au cours de clôture la veille de la Date d'Annonce, de 3,0% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes pendant les 60 jours de négociation précédant cette même date et de 3,7% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes pendant les 6 derniers mois précédant cette même date.

Le Comité a ainsi constaté que l'Offre permet aux actionnaires de trouver une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre, dans des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

- Intentions de l'Initiateur

Le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information.

Il en ressort que l'Offre est réalisée dans un objectif de continuité de la stratégie et de poursuite du développement de la Société et qu'elle n'aura en elle-même aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société ni aucune conséquence directe sur l'orientation en matière d'emploi.

Le Comité note également que l'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, vise à procéder au retrait de la Société du marché boursier, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en s'exonérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société, dans un contexte où, au regard des moyens financiers de son actionnaire de contrôle, le maintien de la cotation des actions ne présente plus, pour la Société, d'intérêt économique et financier. A titre d'exemple, il n'est pas envisagé que la Société fasse appel au marché pour se financer.

Le retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînerait la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Le Comité a également noté que l'Initiateur se réservait la faculté de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore d'étudier d'éventuels transferts d'actifs, de branches ou d'activités de la Société, ou de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Enfin, le projet de note d'information indique qu'à la suite du retrait obligatoire, des évolutions concernant la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées. Le Comité note toutefois qu'aucune décision n'avait été prise, au jour du dépôt du projet de note d'information, concernant ces différents points.

- **Prix de l'Offre**

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 7,93 euros par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre.

Le Comité a pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de 7,93 euros par action établis par Portzamparc, Groupe BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre. Le Comité rappelle que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le projet de note d'information et que cette analyse figure dans le rapport de l'Expert Indépendant.

Compte tenu de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité recommande unanimement au Conseil d'administration de considérer l'Offre conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et de recommander à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre.

Avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration a pris acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant.

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les membres indépendants du Conseil d'Administration ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée et recommandée par le Comité, décide, à l'unanimité des présents:

- de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité ;
- que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre ;
- d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;
- de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »

3. INFORMATION DES SALARIES DE BUSINESS & DECISION ET SES FILIALES

Le Comité économique et social de la Société a été informé le 21 février 2020 du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions de la Société par l'Initiateur. Il leur a été présenté à cette occasion le contenu de l'Offre, le calendrier ainsi que les intentions de l'Initiateur. Ce projet n'a pas soulevé de questions particulières.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les membres du conseil d'administration ont indiqué qu'ils apporteront leurs actions à l'Offre, à l'exception d'une (1) action chacun qu'ils doivent conserver au titre de leurs fonctions en raison d'une obligation statutaire.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Non applicable.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

La Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

7.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date des présentes, le capital social s'élève à 551.808,25 euros, divisé en 7.882.975 actions ayant chacune une valeur nominale de 0,07 euro, toutes entièrement libérées et de même catégorie. Ces 7.882.975 actions représentent 7.899.749 droits de vote théoriques. A la date des présentes, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Orange Business Services	7 379 807	93,62%	7 379 807	93,42%
Public	503 168	6,38%	519 942	6,58%
Total	7 882 975	100,00%	7 899 749	100,00%

7.2. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES

La répartition du capital et des droits de vote est décrite à la Section 7.1 (« *Structure et répartition du capital de la Société* ») du Projet de Note en Réponse.

La déclaration de franchissement de seuil de l'Initiateur est décrite à la Section 1.2.3 (« *Déclaration de franchissement de seuils* ») du Projet de Note en Réponse.

7.3. RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société ni l'exercice du droit de vote y attaché. Il est rappelé qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

7.4. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Néant.

7.5. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

Néant.

7.6. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Néant.

7.7. MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

7.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS

7.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus. En cas de fusion avec une autre société anonyme, le nombre d'administrateurs peut être porté à un maximum de vingt-quatre membres, dans les conditions prévues par la loi.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

La durée de leurs fonctions est de six (6) années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration de la Société peut procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif dans le délai de trois (3) mois du jour où se produit la vacance.

Toutefois, s'il ne reste plus qu'un seul ou deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci, à défaut le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à l'effet de compléter le conseil d'administration de la Société.

Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration de la Société sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil d'administration de la Société ne demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

7.8.2. Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

7.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose de l'autorisation accordée par l'assemblée générale mixte des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est le suivant :

Nature des autorisations	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Utilisation
AGM du 28 juin 2018 15^{ème} résolution Autorisation d'annulation d'actions	Annulation de tout ou partie des actions de la Société que la Société détient ou qu'elle viendrait à détenir, dans la limite de 10% du capital de la Société par périodes de vingt-quatre mois	26 mois à compter de l'Assemblée générale du 28 juin 2018	Non Utilisée
AGM du 28 juin 2018 De la 16^{ème} à la 19^{ème} résolution Emission d'actions de la Société et des valeurs mobilières complexes à diverses fins.	Le montant nominal total des augmentations du capital de la Société ne pourra excéder un plafond global d'un million (1.000.000) euros.	26 mois à compter de l'Assemblée générale du 28 juin 2018	Non utilisée
AGM du 28 juin 2018 21^{ème} résolution Augmentation de capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes.	Le montant nominal d'augmentation de capital ne pourra pas excéder cinq cent mille (500.000) euros, compte non tenu du nominal des actions à émettre pour préserver conformément à la loi les droits des titulaires de valeurs mobilières donnant accès à des actions.	26 mois à compter de l'Assemblée générale du 28 juin 2018	Non utilisée
AGM du 28 juin 2018 22^{ème} résolution Augmentations du capital de la Société réservées aux salariés.	Le montant total des augmentations de capital social ne pourra excéder un montant nominal maximal de cent mille (100 000) euros.	26 mois à compter de l'Assemblée générale du 28 juin 2018	Non utilisée
AGM 20 mai 2019 12^{ème} résolution Autorisation à conférer au conseil d'administration à l'effet d'acheter ou de transférer des actions de la Société Il est précisé que cette autorisation pourrait être mise en œuvre à tout moment sauf en période d'offre publique visant les actions de la Société.	10 % du capital (soit un total de 788.297 actions) et au prix maximum de 15 euros par action	18 mois	Non utilisée

7.10. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant.

7.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE PRESIDENT-DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, LES DIRIGEANTS OU

LES SALAIRES DE LA SOCIETE, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://fr.group.businessdecision.com>) et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, Cœur Défense A 110 Esplanade du Général de Gaulle, 92931 Paris La Défense Cedex.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Business & Decision

Représentée par M. Pierre-Louis Biaggi, en qualité de Directeur Général.

ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Crowe HAF

85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret (Paris)

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

Fax +33 (0)1 45 19 72 18

contact@crowe-haf.fr

www.crowe-haf.fr

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE
D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE BUSINESS & DECISION INITIEE PAR
LA SOCIETE ORANGE BUSINESS SERVICES**

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2020 Crowe HAF

SOMMAIRE

1	Préambule.....	3
2	Présentation de l'opération	3
2.1	Sociétés concernées par l'opération.....	3
2.1.1	Présentation de la société initiatrice	3
2.1.2	Présentation de la Société objet de l'Offre	3
2.1.2.1	<i>Activité du groupe Business & Decision</i>	<i>3</i>
2.1.2.2	<i>Historique de Business & Decision.....</i>	<i>4</i>
2.1.2.3	<i>Actionnariat du groupe Business & Decision.....</i>	<i>5</i>
2.1.2.4	<i>Description du marché.....</i>	<i>6</i>
2.1.2.5	<i>Comptes consolidés de Business & Decision</i>	<i>8</i>
2.1.2.6	<i>Performance financière historique 2017–2019.....</i>	<i>9</i>
2.1.2.7	<i>Equilibre bilanciel et trésorerie.....</i>	<i>15</i>
2.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	17
2.2.1	Contexte et motifs de l'Offre	18
2.2.2	Termes de l'Offre	19
3	Présentation de l'expert indépendant.....	20
3.1	Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	20
3.1.1	Présentation générale.....	20
3.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	20
3.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	21
3.3	Déclaration d'indépendance	22
3.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	22
3.5	Rémunération	22
3.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	22
3.6.1	Programme de travail.....	22
3.6.2	Calendrier de l'étude.....	24
3.6.3	Liste des personnes rencontrées.....	25
3.6.4	Informations utilisées	25
3.6.5	Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	26
4	Eléments d'appréciation du prix proposé	27
4.1	Données structurant l'évaluation	27
4.1.1	Structure du capital et nombre d'actions	27
4.1.2	Dette nette ajustée.....	27
4.1.3	Business plan.....	29
4.1.3.1	<i>Construction et approbation.....</i>	<i>29</i>
4.1.3.2	<i>Périmètre et horizon.....</i>	<i>29</i>

4.1.3.3	Comparaison avec le Plan d'Affaires 2018.....	30
4.1.3.4	Extrapolation du plan d'affaires	30
4.1.3.5	Tests de dépréciation (impairment tests).....	30
4.2	Méthodes d'évaluation écartées	31
4.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC)	31
4.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)	31
4.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	31
4.2.4	Référence aux objectifs de cours des analystes	32
4.2.5	Référence au prix de revient des titres Business & Decision dans les comptes d'Orange Business Services	32
4.2.6	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	32
4.2.6.1	Echantillon des sociétés comparables retenu	33
4.2.6.2	Analyse des comparables boursiers.....	34
4.2.6.3	Multiples obtenus et choix des multiples	34
4.2.7	Méthode des transactions comparables	35
4.2.7.1	Choix des transactions.....	35
4.2.7.2	Analyse des transactions.....	36
4.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	37
4.3.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	37
4.3.1.1	Référence aux acquisitions récentes par l'initiateur	37
4.3.1.2	Conclusion	40
4.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	41
4.3.2.1	Définition de la méthode	41
4.3.2.2	Analyse du business plan de Business & Decision	41
4.3.2.3	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	44
4.3.2.4	Détermination du taux d'actualisation	45
4.3.2.5	Calcul de la valeur terminale	46
4.3.2.6	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	46
4.3.2.7	Résultats chiffrés	46
4.3.2.8	Analyse de sensibilité	47
4.4	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	47
4.4.1	Référence au cours de bourse	47
4.4.1.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	47
4.4.1.2	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse.....	48

5	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur.....	51
5.1	Méthodes d'évaluation écartées :	51
5.2	Méthodes d'évaluation retenues :	51
5.2.1	Méthode du cours de bourse	52
5.2.2	Méthode des flux de trésorerie actualisés	52
5.2.2.1	Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale	53
5.2.2.2	Détermination du taux d'actualisation.....	53

5.2.2.3	<i>Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</i>	54
5.2.2.4	<i>Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés</i>	54
5.2.2.5	<i>Transactions récentes sur le capital de Business & Decision</i>	54
5.2.3	Méthode des comparables boursiers	55
5.2.3.1	<i>Choix de l'échantillon</i>	55
5.2.3.2	<i>Choix des multiples et méthodologie</i>	55
5.2.3.3	<i>Conclusion sur la méthode des comparables</i>	55
6	Analyse des observations écrites d'actionnaires	56
6.1	Présentation des arguments développés dans les observations	56
6.2	Analyse et appréciation des observations	56
7	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	57
Annexe	1 : Lettre de mission	

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers¹ (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Business & Decision le 17 février 2020 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO). Le Conseil d'Administration de Business & Decision a constitué le 11 février 2020 un comité ad hoc composé de trois administrateurs dont deux indépendants, chargé de suivre les travaux de l'expert indépendant.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE BUSINESS & DECISION
INITIEE PAR LA SOCIETE ORANGE BUSINESS SERVICES**

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre » ou « OPR-RO ») portant sur les actions de la société Business & Decision (ci-après la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration de cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'Initiateur qui détient 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote ayant des représentants au Conseil d'Administration de la cible ; et de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre étant suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Business & Decision dans le cadre de l'Offre s'établit à 7,93€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF² et de son instruction d'application n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Business & Decision et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Préambule
2. Présentation de l'opération
3. Présentation de l'expert indépendant
4. Eléments d'appréciation du prix proposé
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires

¹ En vigueur depuis le 8 février 2020

² Le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général, celles-ci ayant été homologuées par arrêté du 20 janvier 2020 et publiées au Journal Officiel du 7 février 2020

7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 Préambule

Le présent rapport a été finalisé et présenté au conseil d'administration de Business & Decision le 2 avril 2020.

Les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires n'incluent pas l'arrivée récente du Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde et ses effets qui sont multiples.

En ce qui concerne l'évaluation financière, les effets du Coronavirus auraient probablement globalement un impact négatif sur la valeur intrinsèque de la société, ceux-ci étant difficilement commensurables à ce jour. L'approche d'évaluation retenue dans le présent rapport, qui fait abstraction des effets du Coronavirus, maximise donc, en synthèse, la valeur de la société.

2 Présentation de l'opération

2.1 Sociétés concernées par l'opération

2.1.1 Présentation de la société initiatrice

Anciennement dénommée Network Related Services, la société Orange Business Services (ci-après « l'Initiateur »), qui détient 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de Business & Decision, est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 1.063.592.809,20 euros dont le siège social est situé 1 place des droits de l'homme, 93210 Saint-Denis La Plaine, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bobigny, sous le numéro 345.039.416.

Contrôlée directement par le groupe Orange, Orange Business Services est l'entité d'Orange dédiée aux entreprises. Orange Business Services est à la fois opérateur télécom et Entreprise de Services du Numérique (ESN) en France et à l'international.

Le groupe Orange est le premier opérateur de télécommunications français et réalise des prestations de services de télécommunication aux particuliers (téléphonie mobile, téléphonie fixe et d'accès à internet), de prestations de télécommunication aux entreprises (téléphonie mobile, transmission de voix et de données, et intégration et infogérance d'applications de communication) et des prestations de services aux opérateurs télécoms internationaux. Le groupe Orange compte près de 135.000 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 42,2 milliards d'euros en 2019.

2.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

La société Business & Decision est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 551.808,25 euros dont le siège social est situé à Cœur Défense A au 110 Esplanade du Général De Gaulle, 92931 Paris La Défense Cedex, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 384.518.114, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000078958.

2.1.2.1 *Activité du groupe Business & Decision*

Créé en 1992, Business & Decision est un groupe spécialisé dans le consulting et l'intégration de systèmes et est un acteur majeur du Business Intelligence³ (BI), du Customer Relationship Management⁴ (CRM) et de l'e-business.

³ Ensemble des outils permettant d'analyser des données pour la prise de décisions

Reconnu pour son expertise fonctionnelle et technologique par les éditeurs de logiciels avec qui il a noué des partenariats, le groupe accompagne ses clients dans des domaines d'innovation tels que le Big Data et le Digital. Ainsi, le groupe assiste des clients en France et à l'international dans l'appropriation des nouvelles technologies intégrant l'intelligence artificielle et la data science. Ses missions consistent à valoriser les données, les analyser et élaborer les prévisions avec des solutions innovantes.

Les métiers et domaines de spécialisation du groupe s'insèrent dans la stratégie globale d'Orange Business Services déclinée en 5 étapes du voyage de la donnée : la collecte de données, le transport de données, le stockage de données, l'analyse de données et enfin, le partage de données et la création de valeur, tout en s'assurant de la protection de la donnée. Business & Decision est particulièrement actif sur les étapes de l'analyse de données et du partage de données, créant ainsi de la valeur ajoutée à ses clients.

Les expertises de Business & Decision dans le domaine de la data sont ainsi déclinées en trois axes : data valorisation, analytics et expérience digitale. Pour ce faire, Business & Decision s'appuie sur un réseau de partenaires (IBM, Oracle, Adobe entre autres) à la pointe des technologies associées au data management, à l'intelligence artificielle et à la data science.

La Société est implantée dans 11 pays dans le monde : en France, en Belgique, au Luxembourg, aux Pays-Bas, en Suisse, en Espagne, aux Etats-Unis, en Russie, au Maroc, en Tunisie et à Maurice. Elle emploie environ 2.300 personnes dans le monde et réalise des prestations de conseil dans le cadre de contrats en régie (environ 60% du chiffre d'affaires) et au forfait (environ 40% du chiffre d'affaires).

En France, les équipes opérationnelles sont implantées dans les plus grandes villes : Paris, Lyon, Marseille, Toulouse, Nice, Nantes, Montpellier, Strasbourg, Bordeaux, Lille, Rennes, Grenoble, Le Mans, Amiens, Caen et Niort.

Business & Decision s'adresse aux secteurs de la banque et assurance, du retail, du service, du public, de l'industrie ainsi qu'à l'industrie pharmaceutique.

2.1.2.2 Historique de Business & Decision

Business & Decision est fondée en 1992 par Patrick Bensabat. Trois ans plus tard, en 1995, l'entreprise met en place les premiers « *datawarehouses* » qui lui permettront de développer son offre business intelligence représentant aujourd'hui plus de 60% de son activité.

En 1999, Business & Decision décide de s'agrandir en ouvrant sa première agence régionale à Lille (Business & Decision Nord). Elle crée la même année la filiale Matys, spécialisée dans la conception de sites internet, intranet et extranet. Parallèlement, l'entreprise crée une division CRM (Customer Relationship Management) dans le but de lancer des projets dans les domaines du datamining, du multicanal et du marketing.

En 2000, les acquisitions des sociétés Toucom Data, Figures Force et Eolas ainsi que l'expansion internationale (Zurich, Genève et Madrid) et régionale (Nantes, Lyon et Aix-en-Provence) permettent à Business & Decision de poursuivre son développement.

Business & Decision est introduite en bourse en 2001 sur Euronext Paris. Dans le même temps, elle continue son projet d'expansion, d'une part, par la réalisation des acquisitions des sociétés Normanet, Araxe et Flux Consultancy et, d'autre part, par la création de la filiale Directory & Services.

En 2004, Business & Decision opère une prise de participation dans la SSII tunisienne Decision Support Company. Puis, en 2005, elle acquiert l'entreprise Metaphora, spécialisée dans l'accompagnement opérationnel du changement (changement de système d'information, d'organisation et de culture des entreprises).

⁴ Regroupe l'ensemble des techniques utilisées pour optimiser les relations entre une société, ses clients et ses prospects

En 2006, Business & Decision élargit sa présence internationale par plusieurs acquisitions. L'entreprise acquiert l'entreprise Mi-Services, société de conseil et d'ingénierie basée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, puis l'entreprise Cognitis, basée en Espagne, spécialisée en business intelligence, en CRM et en ERP (Enterprise Ressource Planning) et enfin l'entreprise SyBOR, société de conseil et d'ingénierie, basée en Suisse.

Elle poursuit ses acquisitions en 2007, d'une part, avec Inforte, société spécialisée en business intelligence et CRM, qui lui permet de développer son implantation aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Inde et en Allemagne et, d'autre part, avec DSS, société spécialisée en business intelligence lui permettant de pénétrer le marché russe. La même année, elle constitue de nouvelles filiales en Israël, Italie, Maroc et Roumanie. Par ailleurs, elle lance une nouvelle marque « Interakting » pour affirmer sa présence dans le métier d'agence interactive.

En 2008, Business & Decision renforce sa présence en Grande-Bretagne avec l'acquisition de l'entreprise ICS Limited, spécialisée en business intelligence. L'entreprise consolide la même année sa présence en Belgique et en Hollande avec l'acquisition du groupe BnV spécialisé en business intelligence, CRM et e-Business.

Afin de réduire de manière significative le niveau d'endettement du groupe, Business & Decision vend en 2012 sa principale filiale britannique à Sopra. La stratégie d'implantation de Business & Decision sur le territoire américain aboutit en 2014 avec notamment la signature d'un contrat d'envergure de 27 millions de dollars avec l'Etat de l'Arizona.

En 2015, Business & Decision acquiert Uchrony, spécialisée dans le développement web et mobile, pour renforcer son implantation en Belgique.

En 2016, le fondateur et PDG de l'entreprise, Patrick Bensabat, décède. Il s'en suit la mise en place d'une nouvelle gouvernance et Christophe Dumoulin en devient le nouveau Président Directeur Général. Business & Decision décide de recentrer ses activités vers la data et le digital en se justifiant de soutenir des niveaux de croissance satisfaisants sur ces deux secteurs. Elle décide alors de se séparer de deux de ses activités aux Etats-Unis, que sont celles de l'ERP et du Managed Services.

En 2017, le groupe Orange annonce, par l'intermédiaire de sa filiale Network Related Services, la signature du contrat d'acquisition lui permettant d'acquérir le bloc de contrôle du groupe Business & Decision. En juin 2018, l'acquisition du bloc majoritaire par le Groupe Orange est finalement conclue. Dans la foulée, le Groupe Orange, lance un projet d'offre publique d'achat simplifiée pour racheter le solde des actions de Business & Decision.

En février 2020, le Conseil d'administration de Business & Decision SA a été informé de l'intention de son actionnaire Orange Business Services de déposer un projet d'offre publique de retrait qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non détenues par le groupe Orange.

2.1.2.3 Actionnariat du groupe Business & Decision

A la date du présent rapport et à la suite de l'acquisition par le groupe Orange du bloc de contrôle à la famille Bensabat le 5 juin 2018, des actions acquises par le groupe Orange dans le cadre à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée de juin/juillet 2018 et des acquisitions réalisées sur le marché ou hors marché depuis cette date, l'actionnariat de Business & Decision se présente comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Orange Business Services* (groupe Orange)	7 379 807	93,62%	7 379 807	93,42%
Public	503 168	6,38%	519 942	6,58%
Total	7 882 975	100,0%	7 899 749	100,0%

Source : communiqué de presse de la Société en date du 12 février 2019

*anciennement Network Related Services

Préalablement à la cession le 5 juin 2018 du bloc majoritaire appartenant à la famille Bensabat au groupe Orange, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Business & Decision Ingénierie	1 436 140	18,22%	2 872 280	22,24%
Michael Bensabat	1 669 549	21,18%	3 339 098	25,85%
Tova Rabinovitsj	2 000	0,03%	4 000	0,03%
Jeremy Bensabat	1	0,00%	2	0,00%
Gabriel Shavit	598 000	7,59%	1 196 000	9,26%
Succession Chavit	952 923	12,09%	1 905 846	14,76%
Total Actionnaires Cédants	4 658 613	59,10%	9 317 226	72,14%
Succession Bensabat	193 906	2,46%	240 790	1,86%
Succession Chavit	190 584	2,42%	258 640	2,00%
Total Actions sous promesses	384 490	4,88%	499 430	3,87%
Total Public	2 839 872	36,03%	3 099 288	24,00%
Total	7 882 975	100,00%	12 915 944	100,00%

Source : note en réponse de Business & Décision - OPAS Juin 2018

2.1.2.4 Description du marché

L'industrie informatique peut être divisée en trois grandes familles :

- Les services numériques, qui incluent le conseil, l'ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques, l'infogérance, et la maintenance ;
- Les logiciels, qui incluent des solutions de traitement de texte aux logiciels de planification des ressources ;
- Le matériel (hardware) : ordinateurs, tablettes tactiles, équipements de réseaux, périphériques (imprimantes, etc.).

Business & Decision se positionne sur le segment des services numériques. Ce segment est constitué de cinq grandes catégories :

- Le conseil informatique, qui consiste à assister les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques dans l'informatique ;
- Ingénierie et intégration de systèmes informatiques, ces missions correspondant à la conception, la réalisation et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information ;
- L'infogérance, correspondant à la prise en charge totale ou partielle, par le prestataire, du système d'information du client, dans un cadre généralement pluriannuel et forfaitaire. Le client reste responsable de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;
- Maintenance (applicative ou matérielle), assistance et formation informatique. Deux catégories de maintenance et assistance technique peuvent être définies selon les prestations fournies : la tierce maintenance matérielle (TMM) qui concerne les services liés au matériel informatique (hardware), la maintenance étant dite tierce lorsque le prestataire est différent du constructeur de matériel ; et la tierce maintenance applicative (TMA) qui correspond à des services de maintenance d'applications (software) proposés par une société indépendante de l'éditeur ; et
- D'autres services informatiques qui existent comme la récupération de données à partir d'un disque dur (ou d'un autre support de stockage) endommagé ou la mise à disposition d'installations informatiques et la duplication logicielle pour permettre la reprise des traitements par le personnel du client en cas de sinistre informatique.

Business & Decision est une ESN qui propose des services de conseil et d'intégration de systèmes et accompagne ses clients dans des domaines d'innovation comme le Big Data et le Digital. La Société se positionne par ailleurs comme un acteur majeur du Business Intelligence, du CRM et de l'e-business.

Le secteur des services numériques est caractérisé par une forte présence d'acteurs indépendants. Néanmoins, les filiales de groupes réalisent la majorité du chiffre d'affaires du secteur. Les acteurs principaux du secteur peuvent être classés en quatre catégories :

- Les « Big ESN », qui proposent des offres intégrées couvrant l'ensemble des besoins du client, du conseil à la maintenance de systèmes informatiques en passant par l'infogérance et l'intégration de solutions applicatives. Les quatre acteurs principaux en France sont Capgemini, Atos, IBM et Accenture. Ces entreprises, de dimension internationale, assistent principalement les multinationales dans la transformation digitale de leurs métiers et s'appuient largement sur l'offshoring ;
- Les intégrateurs technologiques, qui agissent principalement dans le déploiement de solutions technologiques fournies par des prestataires externes. Comme Business & Decision, les services proposés incluent le Business Intelligence, le CRM et l'e-business. Parmi les acteurs principaux figurent Sopra Steria, Econocom, Devoteam, etc ;
- Les ESN spécialisées, qui incluent des acteurs comme Orange Business Services. Ce dernier dispose de plusieurs filiales proposant des services divers : intégration de solutions en réseaux, communications unifiées et mobilité, Big Data, objets connectés, cybersécurité, etc. ;
- Les acteurs du conseil en technologie et en R&D, qui proposent des services d'ESN mais également qui réalisent des opérations de conception et d'industrialisation de produits et d'équipements à dominante industrielle. Ces acteurs ciblent notamment le secteur de l'automobile, l'aéronautique et la défense, l'énergie et l'industrie mécanique. Les acteurs principaux sont Altran, Alten, Assystem, etc.

Les principaux déterminants de l'activité des ESN en France sont les suivants :

- Les dépenses dans les technologies de l'information (TI) considérées comme stratégiques par les entreprises et les organismes publics et éléments très dépendants de la conjoncture économique et des perspectives d'activité des entreprises qui peuvent retarder certaines dépenses ou investissements pour disposer d'une meilleure visibilité.
- Le degré d'externalisation des services IT, les entreprises confiant de plus en plus la gestion de leur parc informatique à un prestataire externe et spécialisé. L'infogérance permet notamment à l'entreprise de se concentrer sur son métier de base et de réduire son budget IT alloué à l'amélioration de la qualité de ses systèmes d'informations.
- La digitalisation de l'économie : La transformation digitale de l'économie, dont les cinq principaux leviers sont regroupés sous l'acronyme des « SMACS » (réseaux sociaux, mobilité, analytique, cloud computing, cybersécurité), fait émerger de nouvelles attentes du côté des donneurs d'ordres. Or, une majorité de DSI reconnaissent ne pas détenir les compétences nécessaires pour profiter de l'ensemble des possibilités offertes par ces nouvelles solutions.
- La montée en puissance du cloud computing qui agit comme le principal facilitateur de la transformation numérique de l'économie, en rendant possible le déploiement rapide et sans investissements lourds de solutions innovantes. Les ESN ont ainsi tendance à se transformer en fournisseurs globaux de solutions cloud et de services associés, à la fois en termes de conseil, d'intégration des nouvelles applications, de formation à leur utilisation, etc. Néanmoins, l'essor du cloud computing exerce une incidence sur l'infogérance, dans la mesure où il entraîne moins d'interventions sur site et une extension des contrats de maintenance à distance.
- La concurrence des opérateurs étrangers et l'offshoring qui s'intensifie dans les services informatiques. Elle est notamment le fait des filiales françaises des grandes ESN indiennes, qui bénéficient de coûts fixes plus faibles en recourant massivement à l'offshore, et exercent donc une forte concurrence sur les prix sur le marché national. Soucieux de conserver leur niveau de compétitivité, les grands groupes français réagissent à cette concurrence en transférant également une part croissante de leur activité dans des centres de services détenus à l'étranger, ce qui entretient les tensions sur les prix pratiqués sur le marché français et pèse sur l'activité sectorielle.

- Les prix des services numériques qui sont déterminés par plusieurs éléments comme l'augmentation du nombre d'acteurs sur le marché français (concurrence étrangère, structures « freelance », etc.) qui incite les opérateurs en place à développer des stratégies commerciales agressives et baisser leurs tarifs pour rester compétitifs.
- La capacité à proposer des solutions innovantes avec l'intensification de la concurrence, et dans un contexte de forte mutation technologique dans le domaine informatique. Le niveau d'activité des ESN est intrinsèquement lié à leur capacité à offrir des solutions innovantes et appropriées aux évolutions de la demande des clients (cloud computing, big data, cybersécurité, etc.).

Après avoir connu des croissances de 5,4% en 2015, 7,6% en 2016, 9,8% en 2017 et 9,0% en 2018, le chiffre d'affaires du secteur des services numériques augmente de 6% en 2019, en lien avec la hausse des investissements en information et communication par les entreprises (hausse de 6% sur la période 2018-2019). Par ailleurs, la digitalisation de l'économie a notamment provoqué un essor de la demande liée aux SMACS, dont l'activité a augmenté de presque 15% en 2019 (estimation Syntec Numérique).

Les marges d'exploitation des opérateurs sont fortement impactées par les tensions déflationnistes. La concurrence entre les ESN, très nombreuses et faiblement différenciées, reste importante. Les leaders du secteur continuent de mener des politiques tarifaires agressives, tandis que les clients demeurent en position de force pour imposer leurs conditions. L'accroissement du pouvoir de marché des éditeurs de logiciels menace également les performances opérationnelles des ESN, de plus en plus dépendantes de ces fournisseurs. La pénurie de main-d'œuvre à laquelle fait face le secteur affecte en outre les frais de personnel (premier poste de charges, qui représente environ 50% du chiffre d'affaires).

Le ralentissement et les incertitudes sur la conjoncture macroéconomique mondiale devraient inciter les entreprises à baisser leurs investissements en 2020. Néanmoins, les dépenses en IT, jugées stratégiques par les entreprises, ne devraient pas être affectées et afficheraient une croissance de +5%. La croissance du chiffre d'affaires du secteur devrait légèrement décélérer pour s'établir à +4% sur la période 2019-2020 (vs +6% sur la période 2018-2019).

2.1.2.5 Comptes consolidés de Business & Decision

Le périmètre de consolidation du groupe Business & Decision, dont la société tête de groupe est Business & Decision SA, comprend une trentaine de sociétés qui sont toutes consolidées par intégration globale. Aucune société dont le pourcentage de contrôle est supérieur à 20% n'est exclue du périmètre de consolidation du groupe Business & Decision.

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la Société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2019.

La Société applique notamment depuis le 1^{er} janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location sans avoir ajusté les exercices clos au 31 décembre 2017 et 2018 à titre de comparaison⁵, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations (corporelles notamment) et de la dette financière au bilan et des charges externes, dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt au compte de résultat.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des agrégats financiers qui n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 (comme le plan d'affaires de la Société) ou que nous avons retraités des effets de cette norme.

⁵ La société présentant toutefois les effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les postes de bilan impactés (immobilisations et dette financière non courante) au 31 décembre 2018

2.1.2.6 Performance financière historique 2017–2019

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Business & Decision - Compte de résultat - 12 mois			
En k€	31/12/2017*	31/12/2018*	31/12/2019
Chiffre d'affaires	212 014	218 357	204 043
% de croissance	n/a	3,0%	-6,6%
Charges de personnel	-146 521	-146 834	-142 655
En % du CA	-69,1%	-67,2%	-69,9%
Charges externes	-55 706	-63 342	-53 547
En % du CA	-26,3%	-29,0%	-26,2%
Impôts et taxes	-3 224	-3 527	-2 744
Dotations aux amortissements/provisions	-4 953	-3 082	-7 931
En % du CA	-2,3%	-1,4%	-3,9%
Autres produits	757	0	0
Résultat opérationnel courant	2 367	1 573	-2 835
dont CIR	4 146	3 924	4 181
Taux de marge opérationnelle courant	1,1%	0,7%	-1,4%
Autres produits et charges opérationnels	-8 851	-3 084	-3 375
En % du CA	-4,2%	-1,4%	-1,7%
Résultat opérationnel	-6 484	-1 511	-6 210
Taux de marge opérationnelle	-3,1%	-0,7%	-3,0%
Résultat financier	-2 678	-1 447	-1 720
Charge d'impôt	-2 782	-3 201	-3 076
Résultat net des activités poursuivies	-11 944	-6 158	-11 006
Résultat net des activités abandonnées	1 051	0	0
Résultat net	-10 892	-6 158	-11 006
dont :			
Part du groupe	-11 214	-6 167	-11 049
Participations ne donnant pas le contrôle	322	9	43

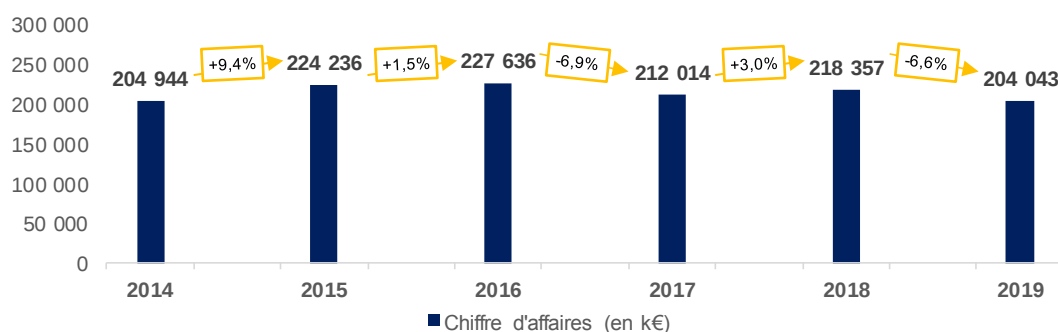
Source : Rapports financiers annuels 2018 et 2019

* Les exercices clos au 31 décembre 2017 et 2018 n'intègrent pas l'application de la norme IFRS 16 relative aux loyers opérationnels

Chiffre d'affaires

L'évolution historique du chiffre d'affaires de la Société sur la période 2014-2019, présentée dans le graphe ci-dessous, est erratique et découle des évolutions contrastées de l'activité de Business & Decision selon les différentes zones géographiques dans lesquelles la Société opère.

Business & Decision - Evolution du chiffre d'affaires 2014-2019



La répartition du chiffre d'affaires de la Société par zone géographique est présentée dans le tableau ci-dessous :

Zone géographique	2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	En m€	En %	En m€	En %	En m€	En %	En m€	En %	En m€	En %	En m€	En %
France	123,7	60,4%	134,7	60,1%	141,4	62,1%	143,8	67,8%	145,4	66,6%	132,6	65,0%
Suisse	12,2	6,0%	11,6	5,2%	13,6	6,0%	14,8	7,0%	15,3	7,0%	15,1	7,4%
UK	3,9	1,9%	3,7	1,7%	10,1	4,4%	0,1	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Benelux	39,2	19,1%	41,6	18,6%	44,5	19,5%	43,6	20,6%	46,9	21,5%	46,1	22,6%
US	27,4	13,4%	30,5	13,6%	20,5	9,0%	5,8	2,7%	6,4	2,9%	7,1	3,5%
Reste du monde	11,2	5,5%	12,7	5,7%	11,5	5,1%	3,9	1,8%	4,4	2,0%	3,2	1,6%
Elim	-12,6	-6,1%	-10,6	-4,7%	-14,0	-6,2%						
Chiffre d'affaires	204,9	100,0%	224,2	100,0%	227,6	100,0%	212,0	100,0%	218,4	100,0%	204,0	100,0%

Sur la période 2014-2016, le chiffre d'affaires de Business & Decision a augmenté de 11,1% sous l'effet de la croissance la division Business Intelligence et porté par la hausse d'activité en France sous l'impulsion de recrutement de profils dans des domaines tels que les Datasciences et le Big Data, ainsi que le développement de projet en Web Analytics au Benelux et au Royaume-Uni. Ces pays comptent en 2016 respectivement pour 62,1%, 19,5% et 4,4% du chiffre d'affaires de la Société. Sur la même période, le chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis est en recul et s'élève à 20,5m€ en 2016 (contre 27,4m€ en 2014) en lien avec les cessions d'activités américaines intervenues en 2016.

En 2017, le chiffre d'affaires de la Société s'établit à 212,0m€ et connaît une baisse de 6,9% en dépit d'une croissance en France portée par les activités en région, celle-ci étant plus que compensée notamment par la forte baisse de l'activité aux Etats-Unis (2,7% du chiffre d'affaires total de la Société) en lien avec les difficultés rencontrées sur le projet Mi-Case Arizona. L'année 2017 est caractérisée également par une sortie de périmètre des activités au Royaume-Uni (-10,0m€).

La Société voit son chiffre d'affaires diminuer sur la période 2017-2019 passant de 212,0 m€ en 2017 à 204,0m€ en 2019, en voyant d'abord son activité croître en 2018 (+3,0%) avant de connaître un net recul en 2019 (-6,6%).

La croissance du chiffre d'affaires du groupe observée en 2018 (+3,0% et +4,8% à périmètre et taux de change constants) s'explique par les hausses combinées du chiffre d'affaires en France (+3,0% à périmètre constant) qui s'élève à 145,4m€ en 2018 boosté par la forte croissance sur les activités de Digital Services, et du chiffre d'affaires à l'international (+6,8% et +8,4% à taux de change et périmètre constants) avec notamment une progression de +3,3m€ sur le Bénélux (+7,5%) qui regroupe les activités Life Sciences.

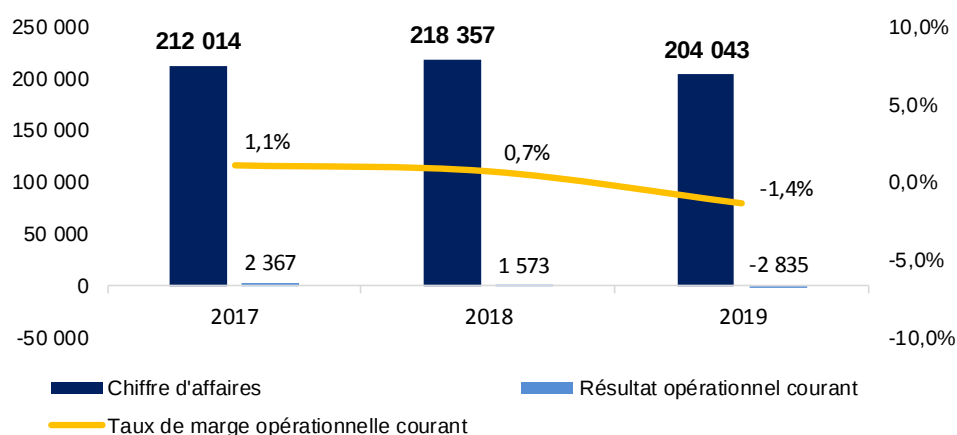
Le recul du chiffre d'affaires du groupe en 2019 (-6,6% et -7,0% à périmètre et taux de change constants) s'explique notamment par les baisses du chiffre d'affaires en France (-8,8%), essentiellement en raison d'un recul d'activité en Ile-de-France et dans une moindre mesure d'un ralentissement sur les autres régions de France, et du chiffre d'affaire à l'international (-2,1% et -3,3% à taux de change constants), en particulier la Tunisie. Le chiffre d'affaires de la Société est plutôt stable au Benelux et en Suisse en 2019 et en hausse de 11,4% aux Etats-Unis (7,1m€).

Le chiffre d'affaires de Business & Decision s'élève donc à 204,0m€ en 2019, la Société réalisant environ 65,0% de son chiffre d'affaires en France. Le Benelux représente quant à lui 22,6% du chiffre d'affaires de la Société, suivi de la Suisse (7,4%), des Etats-Unis (3,5%) et du reste du monde (1,6%).

Le chiffre d'affaires de la Société est réalisé à travers des contrats en régie (environ 60% du chiffre d'affaires de la Société) ou au forfait (environ 40%).

Le résultat opérationnel courant

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de Business & Decision sur la période 2017-2019 est présentée ci-dessous :



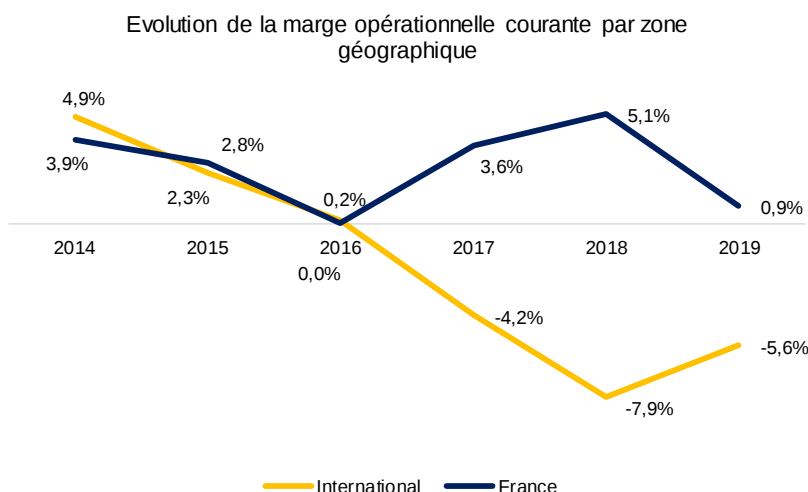
Les charges d'exploitation de Business & Decision comprennent principalement les charges de personnel et les charges externes (achats de sous-traitances, charges de locations immobilières, d'entretien et réparations, de rémunérations d'intermédiaires et honoraires et de frais de déplacement et de mission).

Le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC ») s'élève à 1.573k€ (0,7% du chiffre d'affaires) en 2018 contre 2.367k€ (1,1% du chiffre d'affaires) en 2017. Les retards du projet Mi-Case dans l'Etat d'Arizona ont fortement pesé sur le résultat de la période, le groupe enregistrant une perte opérationnelle aux Etats-Unis de -3,8m€ pour un chiffre d'affaires de 7,1m€. La baisse de 40 points de base du ROC résulte de la nette progression des charges externes en 2018 (29,0% du CA en 2018 contre 26,3% en 2017), les charges de personnel demeurant stables en valeur absolue (147,0m€) au même titre que les effectifs (environ 2.400 collaborateurs en dépit de la croissance de l'activité).

Le ROC devient négatif en 2019, s'établissant à -2.835k€. Cette baisse résulte essentiellement de la baisse du chiffre d'affaires en France et des difficultés du projet Mi-Case aux Etats-Unis. La réduction des effectifs en 2019 (effectif moyen de 2.249 collaborateurs contre 2.312 collaborateurs en 2018) et de facto des charges de personnel (-4,2m€) ainsi que la diminution des charges externes n'ayant pas permis à la société de maintenir un ROC bénéficiaire, le recul de l'activité (-14,3m€) leur étant supérieure.

Il convient de noter que la baisse des charges externes (-9,8m€) s'explique partiellement par l'application de la norme IFRS 16, qui concerne la comptabilisation des contrats de location, par la Société à partir du 1^{er} janvier 2019. Selon cette norme, les loyers opérationnels ne sont plus comptabilisés comme des charges externes mais sont reconnus comme des dotations aux amortissements et en frais financier. Les dotations aux amortissements des droits d'utilisation IFRS 16 et les intérêts liés au droit d'utilisation IFRS 16 s'élèvent respectivement à 4.737k€ et 158k€ en 2019 d'où la hausse des dotations aux amortissements en 2019.

L'évolution de la marge opérationnelle courante historique de Business & Decision par zone géographique sur la période 2014-2019 est présentée ci-dessous :



La Société a affiché une marge opérationnelle courante à l'international qui est proche du niveau observé en France sur la période allant de 2014 à 2016.

Sur la période 2016-2018, la marge opérationnelle courante en France croît progressivement et atteint 5,1% du chiffre d'affaires en 2018. Contrairement à cette dernière, la marge opérationnelle courante à l'international diminue fortement et atteint -7,9% en 2018 compte tenu des pertes opérationnelles enregistrées aux Etats-Unis et du faible niveau de marge observée en Suisse. En 2019, la marge opérationnelle courante en France se dégrade, s'établissant à 0,9% du chiffre d'affaires alors que la marge opérationnelle courante à l'international se redresse légèrement pour s'établir à -5,6% conséquence d'une activité moins déficitaire en 2019 aux Etats-Unis.

Le résultat opérationnel courant intègre par ailleurs un crédit impôt recherche (CIR) de 4,1m€ en moyenne sur la période 2017-2019, l'activité de recherche de la Société depuis 2008 la rendant éligible au CIR.

Le résultat opérationnel

Le passage entre le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel s'effectue à travers le poste intermédiaire « Autres produits et charges opérationnels ».

Les autres charges opérationnelles s'élèvent à 8.851k€ en 2017 et sont principalement constituées de :

- coûts de restructuration et nouvelle gouvernance (2.071k€),
- coûts liés au projet capitalistique du groupe (1.686k€),
- dépréciations de goodwill sur les entités BD NA PA (2.711k€) et BD Suisse SA (1.344k€).

Les autres charges opérationnelles s'élèvent à 3.084k€ en 2018 et sont principalement constituées au 31 décembre 2018 de :

- dépréciations de goodwill d'un montant de 2.596k€, réparti sur les entités BD NA PA (1.397k€), sur l'entité BD Tunisie (899k€) et sur l'entité HUBSCAN Inc. (300k€) ;
- dépenses de restructuration et nouvelle gouvernance⁶ pour 687k€ ;
- coûts liés au projet capitalistique du groupe pour 179k€ (essentiellement relatifs aux prestations de différents conseils) ;
- résultat de cession de consolidation de Camondo et de changement de méthode pour 378k€.

Le résultat opérationnel s'établit donc à -1.511k€ en 2018 contre -6.484k€ en 2017.

Les autres charges opérationnelles s'établissent à 3.375k€ en 2019 et sont constituées de :

- dépenses de restructuration pour 2.667k€ ;
- dépréciation de goodwill (BD Suisse SA) pour 708k€.

Le résultat opérationnel s'établit donc à -6.210k€ en 2019 contre -1.511k€ en 2018.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à -1.720k€ en 2019 et est principalement constitué des intérêts sur prêts (904k€), des charges d'intérêts liées aux concours bancaires et factor (756k€), des gains de change (325k€), des intérêts liés au retraitement des locations financement (279k€) et d'un boni de liquidation (267k€).

La baisse du résultat financier en 2019 est notamment liée à un gain de change moins important en 2019 (325k€ vs 798k€ en 2018) et l'application des normes IFRS 16 par la Société à partir du 1^{er} janvier 2019 (charges d'intérêts supplémentaires de 158k€).

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à -11.006k€ en 2019. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 3.076k€ composée essentiellement de la charge d'impôt supportée en Belgique et de la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France, le groupe considérant que la CVAE répond à la définition d'un impôt sur le résultat telle qu'énoncée par IAS 12.

EBITDAaL⁷ et EBIT⁸

Dans le cadre de nos travaux, il nous a été communiqué par le management de Business & Decision un plan d'affaires mettant en exergue un EBITDAaL, soit un EBITDA après loyers opérationnels qui n'intègre pas l'application de la norme IFRS 16 ayant pour effet la reconnaissance de dotations aux amortissements relatives aux droits d'utilisation IFRS 16 et d'intérêts liés à la dette locative IFRS 16.

Le compte de résultat 2019 de la Société intégrant quant à lui les effets de cette norme, nous l'avons retraité afin d'extérioriser un EBITDA et un EBIT de Business & Decision sur l'année 2019 afin de permettre une meilleure comparaison de ces agrégats avec ceux du plan d'affaires.

Ces retraitements nous permettaient également d'avoir des agrégats qui répondent aux définitions internationales et qui sont plus comparables aux EBIT (retraité d'IFRS 16) des sociétés comparables retenues dans nos échantillons pour les multiples de comparables boursiers et de transactions comparables.

⁶ Les dépenses de restructuration et nouvelle gouvernance en 2018 et 2019 sont constituées essentiellement d'indemnités transactionnelles ou de licenciement relatives à des salariés ayant quitté la société (essentiellement en France et en Tunisie)

⁷ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization after Lease (EBITDA après loyer)

⁸ Earnings Before Interest & Tax

Ainsi, le tableau suivant présente pour l'année 2019 le passage du résultat opérationnel présenté dans les états financiers de la Société à l'EBITDAaL (tel que présenté dans le plan d'affaires) et à l'EBIT :

Passage du Résultat Opérationnel à l'EBITDAaL et l'EBIT	
En m€	31/12/2019
Chiffre d'affaires	204,0
Résultat Opérationnel courant	-2,8
- Autres produits et charges	-3,4
= Résultat Opérationnel	-6,2
<i>Taux de marge opérationnelle</i>	<i>-3,0%</i>
+ Dot. aux dépréciations de Goodwill	0,7
+ Dot. aux amortissements corporels ¹	2,8
+ Dot. aux amortissements incorporels ¹	0,6
- Intérêts liés aux droits d'utilisation IFRS16	-0,2
= EBITDA (après loyers)	-2,3
<i>Taux de marge d'EBITDA</i>	<i>-1,1%</i>
- Dot. aux dépréciations de Goodwill	-0,7
- Dot. aux amortissements corporels ¹	-2,8
- Dot. aux amortissements incorporels ¹	-0,6
= EBIT avant CVAE	-6,4
<i>En % du CA</i>	<i>-3,1%</i>
- CVAE	-1,5
= EBIT (après loyers)	-7,9
<i>Taux de marge d'EBIT</i>	<i>-3,9%</i>

¹ hors dot. aux amortissements IFRS16

L'EBITDAaL de la Société s'élève ainsi à -2,3m€ en 2019, soit un taux de marge d'EBITDA de -1,1%.

L'EBIT, qui inclut la CVAE comptabilisée par la Société en charge d'impôt sur les bénéfices et non en impôt et taxes, s'élève ainsi à -7,9m€ en 2019, soit un taux de marge d'EBIT de -3,9%.

2.1.2.7 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Business & Decision - Bilan économique			
En k€	31/12/2017 ¹	31/12/2018 ¹	31/12/2019
Goodwill	25 462	23 926	23 547
Immobilisations incorporelles	2 807	1 577	1 037
<i>dont droits d'utilisation des immobilisations louées</i>	100*	55*	23
Immobilisations corporelles	13 735	12 904	35 874
<i>dont droits d'utilisation des immobilisations louées</i>	7 176*	6 034*	28 527
Actif immobilisé	42 004	38 407	60 458
Actifs circulants	84 182	76 136	78 691
Passifs circulants	-67 249	-71 070	-69 134
Besoin en fonds de roulement	16 933	5 066	9 557
Actifs financiers non courants	2 014	1 886	1 222
Impôts différés actifs net de passifs	369	1 012	1 458
Créances de CIR	14 770	18 195	20 414
Créances de CICE	2 005	4 482	2 498
Actifs destinés à être cédés	1 747	0	0
Capitaux employés	79 842	69 047	95 607
Capital social	552	552	552
Primes	29 207	29 207	29 207
Réserves consolidées	22 697	8 878	2 347
Résultat net	-11 214	-6 167	-11 049
Capitaux propres part du groupe	41 242	32 470	21 057
Intérêts minoritaires	140	463	506
Capitaux propres	41 382	32 933	21 563
Provisions pour risques et charges	7 430	7 619	9 313
Dette financière	39 955	44 499	60 522
Dette locative IFRS 16	0	0	24 315
Trésorerie	-9 416	-16 005	-20 107
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	30 539	28 494	64 730
Passifs destinés à être cédés	491	0	0
Capitaux investis	79 842	69 047	95 607

¹ Comptes non retraités de la norme IFRS 16 (operating leases) appliquée par le Groupe au 1er janvier 2019

* Inclut uniquement le crédit-bail location-financement (hors IFRS 16)

Source : Rapports financiers annuels 2017, 2018 et 2019 de Business & Decision

Au 31 décembre 2019, l'actif immobilisé de Business & Decision s'élève à 60.458k€ et se compose essentiellement de goodwill et d'immobilisations corporelles.

Le goodwill de la Société, qui résulte des acquisitions passées de la Société liée à sa stratégie de croissance externe historique, s'élève à 23.547k€ au 31 décembre 2019 et représente environ 25% des capitaux employés. Il concerne principalement les unités génératrices de trésorerie (UGT) et entités juridiques opérationnelles suivantes : BD France (7.272k€), BD Suisse AG (3.915k€), BD Benelux (2.573k€), BD Suisse SA (2.464k€), Metaphora (1.155k€) et BD NA PA (1.022k€). Son évolution sur la période découle des dépréciations enregistrées notamment sur l'exercice 2018 sur les UGT BD NA PA, BD Tunisie et Hubscan.

Les immobilisations corporelles de la Société s'élèvent à 35.874k€ au 31 décembre 2019, soit environ 38% des capitaux employés. Elles se composent de 7.346k€ de terrains/constructions, installations et matériels informatiques et de 28.528k€ de droits d'utilisation. Les droits

d'utilisation, qui comprenaient uniquement les actifs financés par crédit-bail ont fortement augmenté par rapport à leur niveau au 31 décembre 2018 (6.034k€) en raison de l'application des normes IFRS 16 à partir du 1^{er} janvier 2019. Ainsi, tous les contrats de location opérationnelle sont désormais comparables à l'actuelle location-financement et doivent être portés au bilan sous forme de droit d'utilisation et de dette locative.

Le besoin en fonds de roulement, légèrement positif sur les dernières années, est analysé ci-après.

Les actifs financiers non courants correspondent à des dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 1.222k€ au 31 décembre 2019 (dont 682k€ sur BD SA, 132k€ sur BD Suisse AG et 121k€ sur BD Suisse SA).

Les impôts différés résultent principalement des engagements de retraitement et d'autres différences temporelles, l'ensemble du stock de déficits reportables au 31 décembre 2019 (54.882k€) n'étant pas activé.

La Société dispose de créances fiscales pour un montant de 24.374k€ au 31 décembre 2019. Ces créances incluent principalement des créances de CIR (20.414k€) et de CICE (6.435k€), la Société disposant de créances de CIR au titre des exercices 2015 à 2019 et étant dans l'impossibilité d'imputer ce crédit d'impôt sur un bénéfice fiscal suffisant. Ces deux créances ont été retraitées du besoin en fonds de roulement et réintégrées comme éléments de trésorerie pour leurs valeurs actualisées comme ajustement dans le calcul de la dette nette ajustée présentée dans la partie 4.1.2.

Les capitaux propres de Business & Decision s'élèvent à 21.563k€ au 31 décembre 2019. Leur évolution depuis le 31 décembre 2017 découle principalement des pertes réalisées sur les exercices 2018 (-6.167k€) et 2019 (-11.049k€).

La part des capitaux propres consolidés attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle (intérêts minoritaires) s'élève à 506k€.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 9.313k€ au 31 décembre 2019 contre 7.430k€ au 31 décembre 2017. Elles se composent au 31 décembre 2019 d'indemnités de départ à la retraite pour 4.902k€, de provisions pour litiges prud'homaux pour 1.839k€, de provisions pour charges sociales (taxe transport Ile de France) pour 763k€ et d'autres provisions pour risques (fiscal et commercial notamment) pour 1.809k€.

La dette financière nette comptable de Business & Decision, dette locative IFRS 16 compris, s'élève à 64.730k€ au 31 décembre 2019. Elle est constituée notamment d'emprunts consentis par le groupe Orange pour 25.020k€, d'une dette locative IFRS 16 de 24.315k€, de dette financière relative à l'affacturage pour 17.787k€, de préfinancement du CIR pour 7.400k€, de compte courant d'actionnaire (Orange) pour 4.896k€, de dette de location-financement (crédit-bail) pour 3.771k€, d'emprunts divers et crédits à court terme pour 1.648k€ et de trésorerie pour 20.107k€.

La hausse importante de la dette financière nette de la Société au 31 décembre 2019 est liée à la dette locative relative à l'application d'IFRS 16 à partir du 1^{er} janvier 2019 (+24.315k€) et à l'émission d'un emprunt pour 25.077k€ auprès du groupe Orange sous forme de convention de crédit renouvelable au cours de l'année 2019.

Hors dette locative IFRS 16, le groupe Orange représente près de la moitié de l'endettement financier brute de la Société.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Business & Decision - BFR			
En k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Créances clients	73 221	69 984	67 236
<i>en jours de CA</i>	<i>126 jours</i>	<i>117 jours</i>	<i>120 jours</i>
Créances fiscales*	262	83	1 462
<i>en jours de CA</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>3 jours</i>
Autres actifs courants**	10 699	6 069	9 993
<i>en jours de CA</i>	<i>18 jours</i>	<i>10 jours</i>	<i>18 jours</i>
Actifs courants	84 182	76 136	78 691
Dettes fournisseurs	-14 466	-15 242	-17 044
<i>en jours de CA</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-30 jours</i>
Impôts courants	-871	-1 231	-3 126
<i>en jours de CA</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-2 jours</i>	<i>-6 jours</i>
Autres passifs courants***	-51 912	-54 597	-48 964
<i>en jours de CA</i>	<i>-89 jours</i>	<i>-91 jours</i>	<i>-88 jours</i>
Passifs courants	-67 249	-71 070	-69 134
BFR	16 933	5 066	9 557
Chiffre d'affaires	212 014	218 357	204 043
BFR en jours de CA	29 jours	8 jours	17 jours
BFR en % de CA	8,0%	2,3%	4,7%

* Hors crédit d'impôt recherche (CIR) et crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)

** Charges constatées d'avance, créances sociales et fiscales, créances diverses

*** Dettes fiscales et sociales, produits constatés d'avance, autres créditeurs et passifs

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») légèrement positif sur la période observée.

Le BFR de Business & Decision se compose principalement de créances clients, de dettes fournisseurs et d'autres passifs courants (principalement des dettes fiscales et sociales), les autres composantes étant moins significatives.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement d'autres actifs courants (charges constatées d'avance, créances sociales et fiscales et créances diverses), d'impôts courants et de créances fiscales hors CIR et CICE.

Le BFR de Business & Decision s'établit à 17 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2019. La baisse du BFR entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2018 s'explique principalement par la réduction du délai de règlement client, les créances clients représentant 117 jours au 31 décembre 2018 contre 126 jours au 31 décembre 2017, et de la baisse des autres actifs courants (notamment les charges constatées d'avance).

Le BFR de la Société augmente au 31 décembre 2019 en passant de 8 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2018 à 17 jours de chiffre d'affaires. Cette variation est principalement liée à la hausse des créances diverses et la baisse des dettes fiscales et sociales, les délais de règlement clients et fournisseurs restant relativement stables.

2.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

2.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

A travers un communiqué en date du 18 mai 2017, le groupe Orange et Business & Decision annonçaient leur entrée en négociations exclusives en vue de l'acquisition par Orange du contrôle de Business & Decision.

Ces négociations résultaient d'un processus compétitif de recherche d'un actionnaire de remplacement mis en place par les actionnaires cédants à la suite du décès en janvier 2016 de Patrick Bensabat, fondateur et principal actionnaire de la Société.

Ce projet d'acquisition s'inscrivait dans la stratégie de développement d'Orange Business Services⁹, acteur mondial de la transformation digitale, visant à combiner l'expertise de la Société dans le domaine de la Data et du Digital à l'expertise d'Orange dans le domaine de l'expérience client et des objets connectés.

Le 26 octobre 2017, le groupe Orange et Business & Decision ont annoncé la conclusion d'un contrat d'acquisition entre Network Related Services¹⁰ (filiale d'Orange) et les actionnaires majoritaires de Business & Decision (famille Bensabat) portant sur 63,98% du capital de la Société.

Le 5 juin 2018, le groupe Orange et Business & Decision ont annoncé la finalisation de l'acquisition par le groupe Orange, via sa filiale Network Related Services et au prix de 7,70€ par action, de 59,10% du capital de Business & Decision auprès des actionnaires majoritaires de cette dernière (la famille Bensabat) ainsi que la conclusion de promesses croisées sur 4,88% du capital restant détenu par la famille Bensabat acquises à l'issue de procédures successorales en cours à cette date.

Conformément à la réglementation applicable et aux dispositions des articles 234-2 et suivants et 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF, Network Related Services a déposé le 6 juin 2018 une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde du capital de Business & Decision à un prix de 7,93€ par action Business & Decision, en raison du franchissement à la hausse par le groupe Orange des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'acquisition.

Au dépôt de l'Offre, le groupe Orange via sa filiale Network Related Services détenait 4.658.613 actions de Business & Decision représentant 59,10% du capital de la Société. Conformément à la possibilité offerte par l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, Network Related Services a acquis avant l'ouverture de l'offre (entre les 12 et 14 juin 2018 inclus) 283.203 actions Business & Decision sur le marché au prix unitaire de 7,93€. Préalablement à l'ouverture de l'offre, Orange Business Services détenait ainsi 4.941.816 actions de Business & Decision représentant 62,69% du capital de la Société.

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Business & Decision, ouverte du 29 juin au 19 juillet 2018 inclus, Network Related Services a acquis 1.508.140 actions Business & Decision complémentaires au prix unitaire de 7,93€ par action. A la clôture de l'offre, Orange Business Services détenait ainsi 6.449.956 actions¹¹ Business & Decision représentant 81,82% du capital et 78,11% des droits de vote de cette dernière.

Depuis l'Offre, entre octobre 2018 et mai 2019, Orange Business Services (anciennement dénommée Network Related Services) a procédé à l'acquisition de 546.305 actions Business & Decision complémentaires hors marché et sur le marché, représentant 7,00% du capital à des prix compris entre 7,81€ et 7,93€.

Le 10 décembre 2019, l'initiateur, ayant exercé la promesse de vente suivant l'obtention des autorisations judiciaires et/ou gouvernementales pertinentes permettant le transfert des actions sous promesses à un prix par action égal au prix de cession, a ainsi acquis 383.546 actions de la Société au prix de 7,70 euros par action, représentant 4,87% du capital de la Société. Suite à l'Exercice de la promesse de vente, l'initiateur a déclaré avoir franchi en hausse le 10 décembre 2019 les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 7.379.807

⁹ Network Related Services à la date d'acquisition du bloc de contrôle

¹⁰ Désormais Orange Business Services

¹¹ Compte non tenu des 384.490 actions Business & Decision faisant l'objet de promesses croisées

actions représentant autant de droits de vote, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de la Société.

Les actionnaires minoritaires ne représentant pas aujourd'hui plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société et conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, le groupe Orange et Business & Decision ont annoncé le 12 février 2020 qu'Orange Business Services avait l'intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non détenues par Orange Business Services au prix de 7,93€ par action.

Le rapprochement de la Société et de l'initiateur s'inscrivait dans la stratégie de développement d'Orange Business Services comme acteur mondial de la transformation digitale, et leader sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la fourniture de services de données, l'expertise de la Société en matière de Business Intelligence et de science des données (Data Science) ayant renforcé les activités d'Orange Business Services dans la gouvernance et l'analyse des données. L'initiateur contrôlant aujourd'hui déjà la Société, l'Offre n'aura en elle-même aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société.

L'initiateur se réserve la faculté de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore d'étudier d'éventuels transferts d'actifs, de branches ou d'activités de la Société. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Aucune décision n'a été prise à ce jour.

L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées au fait d'exonérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société. Ces bénéfices n'ont pas été précisément évalués à ce stade.

2.2.2 Termes de l'Offre

A la date de dépôt du présent rapport, l'initiateur détient 7.379.807 actions Business & Decision représentant autant de droits de vote, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote.

A notre connaissance, le capital social de la Société est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Orange Business Services* (groupe Orange)	7 379 807	93,62%	7 379 807	93,42%
Public	503 168	6,38%	519 942	6,58%
Total	7 882 975	100,0%	7 899 749	100,0%

Source : communiqué de presse de la Société en date du 12 février 2019

*anciennement Network Related Services

L'Offre vise la totalité des actions Business & Decision non détenues par l'Initiateur, soit 503.168 actions Business & Decision représentant 6,38% du capital et 6,58% des droits de vote moyennant le versement de 7,93 euros par action.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Business & Decision qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire de 7,93 euros par action Business & Decision, égale au prix d'Offre par action, nette de tous frais.

3 Présentation de l'expert indépendant

3.1 Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

3.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8^{ème} rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Au sein de Crowe France, Crowe HAF intervient essentiellement sur des missions d'audit, d'évaluation et d'assistance aux transactions.

3.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et dont la mise à jour sera effectuée en 2020.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est notamment Vice-Président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, SFEV, Académie...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Maxime Hazim, CFA¹², Associé, diplômé d'expertise comptable et de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et ingénierie financière), disposant de 12 ans d'expérience en évaluation financière, dont 8 ans au sein du cabinet Crowe HAF et 4 ans au sein du département audit du cabinet EY ;
- Yohan Bonnet, Senior Manager, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 8 ans d'expérience en évaluation financière et audit au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Pierre-Louis Terry, Analyste Senior, diplômé de HEC (Master Managerial & Financial Economics) disposant de 2 ans d'expérience en évaluation financière dont la majeure partie au sein du cabinet Accuracy ;
- Jalal Bacha, Analyste expérimenté, diplômé de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (Master Ingénierie Financière) disposant de 2 ans d'expérience en évaluation financière dont 1 an dans deux sociétés spécialisées en M&A (Societex CF et Transaxiall).

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

3.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun initiée par la société des Brasseries et Glacières Internationales (Janvier 2020, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Financière Marjos initiée par la société Krief Group (Octobre 2019, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Millet Innovation initiée par la société Curae Lab (Septembre 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;

¹² Chartered Financial Analyst

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société TxCell initiée par la société Sangamo Therapeutics (Octobre 2018, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Compagnie Foncière Internationale initiée par la société Financière Apsys (Juin 2018, Etablissement présentateur : BNP Paribas).

3.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Business & Decision au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

3.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs Vice-Président de cette association.

3.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 54.000€, hors taxes et hors frais.

3.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 290 heures.

3.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Business & Decision, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de Business & Decision et l'établissement présentateur ;
- analyse du plan de Business & Decision ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Transactions récentes intervenues sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse du contrat de cession signé en octobre 2017 entre Orange Business Services¹³ et les actionnaires cédants de Business & Decision ;
- analyse de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée lancée par Orange Business Services en juin 2018 visant les actions de la société Business & Decision ;
- analyse des acquisitions d'actions Business & Decision réalisées par le groupe Orange sur le marché et hors marché depuis juin 2018.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Business & Decision ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode écartée)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Business & Decision ;

¹³ Anciennement Network Related Services

- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Business & Decision (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Business & Decision par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Business & Decision ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Référence au prix de revient des titres chez Orange Business Services (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Business & Decision ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Réunions et entretiens réguliers avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de Business & Decision sur l'avancée des travaux de l'expert

VII Analyse des observations écrites des actionnaires

VIII Rédaction du rapport d'évaluation

IX Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

X Revue indépendante

XI Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration de Business & Decision

3.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Business & Decision a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 17 février 2020.

Notre mission s'est déroulée du 17 février 2020 au 2 avril 2020. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 17 au 20 février 2020 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société Business & Decision et ses conseils.
- du 21 février au 2 mars 2020 : Préparation de l'évaluation. Echanges avec la direction de Business & Decision. Réunion de lancement des travaux avec le comité ad hoc (28 février 2020).

- du 3 au 23 mars 2020 : Analyse des transactions récentes intervenues sur le titre, Analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation.
 - Echanges avec la direction de Business & Decision et l'établissement présentateur.
 - Réunion intermédiaire de suivi des travaux avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration (16 mars 2020) ;
 - Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 24 mars au 2 avril 2020 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité ad hoc (26 mars 2020) et au Conseil d'Administration de Business & Decision (2 avril 2020).

3.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Business & Decision (Société objet de l'Offre)

- M. Jérôme de Lattre, Directeur Administratif & Financier
- Mme. Séverine Zerbib, Directrice Juridique
- Mme. Catherine Daneyrole, Administratrice indépendante et membre du comité ad hoc
- Mme. Claire Roblet, Administratrice indépendante et membre du comité ad hoc
- M. Christophe Eouzan, Administrateur et membre du comité ad hoc, et Directeur Financier, Stratégie et Services Généraux d'Orange Business Services

Portzamparc (Etablissement présentateur)

- M. Stanislas Jannet, Managing Director – Corporate Finance
- Mme. Hortense Vourch Duteil, VP – Corporate Finance
- M. Maxence Dhoury, Analyste Financier

3.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude sur le secteur des Entreprises de Services Numériques (ESN) réalisée par Xerfi en novembre 2019,
- les informations publiques sur la société Business & Decision, notamment sur son site internet,
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2017, 2018 et 2019,
- les rapports du commissaire aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2017, 2018 et 2019,
- les informations fournies par la Société et notamment le budget 2020 et le business plan 2020-2024 de la Société établi par la direction financière de Business & Decision,
- le plan d'affaires à moyen terme du groupe Business & Decision couvrant la période 2018-2020 élaboré par la direction dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée de juin 2018,

- les tests de dépréciation effectués au 31 décembre 2019 pour les différentes Unités Génératrices de Trésorerie du groupe Business & Decision,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext: cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Business & Decision,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- les communiqués de presse des 18 mai 2017, 26 octobre 2017 et 5 juin 2018 relatifs respectivement aux annonces du groupe Orange et de Business & Decision concernant respectivement leur entrée en négociations exclusives, la conclusion d'un contrat de cession et la finalisation de la cession avec le groupe Orange par l'intermédiaire de sa filiale Orange Business Services, en vue de lui céder leur participation majoritaire, suivie du lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée,
- le communiqué de presse du 12 février 2020 relatif à l'annonce du groupe Orange et de Business & Decision du dépôt d'un projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire,
- le contrat de cession et d'acquisition d'actions de la société Business & Decision signé le 25 octobre 2017 entre le groupe Orange via sa filiale Network Related Services d'une part et les actionnaires cédants de Business & Decision d'autre part,
- la note d'information établie par Network Related Services relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée dont le projet a été déposé le 6 juin 2018 et sur laquelle l'AMF a apposé son visa en date du 26 juin 2018,
- la note en réponse établie par Business & Decision dont le projet a été déposé le 6 juin 2018 et sur laquelle l'AMF a apposé son visa en date du 26 juin 2018, incluant notamment le rapport de l'expert indépendant se prononçant sur les conditions financières de l'offre,
- les déclarations des dirigeants publiées sur le site de l'AMF relatives aux acquisitions effectuées hors marché et sur le marché par le groupe Orange entre le 10 octobre 2018 et le 3 mai 2019,
- la déclaration de franchissement de seuil à la hausse en date du 13 décembre 2019 publiée sur le site de l'AMF relative à l'acquisition le 10 décembre 2019 par le groupe Orange des actions résultant de l'exercice de la promesse de vente des actions sous promesses,
- la lettre de mission établie par le comité ad hoc de Business & Decision et annexée au présent rapport.

3.6.5 Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit et « transactions services » du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

4 Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

4.1 Données structurant l'évaluation

4.1.1 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 7.882.975.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Business & Decision correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détention (736 actions auto-détenues par la Société au 31 décembre 2019¹⁴).

	Nb d'actions
Nombre total d'actions au capital	7 882 975
- Autodétention	-736
Nombre d'actions en circulation	7 882 239

Source : Etats financiers de Business & Decision au 31 décembre 2019

A notre connaissance, Business & Decision n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action Business & Decision.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 7.882.239 actions.

4.1.2 Dette nette ajustée

¹⁴ La Société nous a indiqué que ces quelques actions autodétenues avaient probablement été annulées et n'existaient sans doute plus. Toutefois, en l'absence d'éléments justificatifs et afin de maximiser la valeur par action, nous avons retenu les données issues des états financiers au 31 décembre 2019.

La dette nette consolidée de Business & Decision, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation d'endettement financier net de la trésorerie de Business & Decision et ajustée d'éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2019 (date de clôture du dernier exercice fiscal de la Société).

L'endettement financier de la Société s'élève à 60.522k€. En cohérence avec le plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation qui est retraité de l'impact sur les comptes de la norme IFRS 16, l'endettement financier n'inclut pas la dette financière relative aux loyers opérationnels de 24.315k€ comptabilisée en application de la norme comptable IFRS 16 et qui est retraitée dans le cadre du calcul de la dette nette ajustée.

L'endettement financier se présente comme suit et comprend principalement :

- les emprunts (25.020k€) correspondant à une convention de crédit renouvelable (Revolving Credit Facility) octroyée par le Groupe Orange fin 2019 ;
- la dette d'affacturage relative à la part des créances cédées au factor et financées par celui-ci (mais non échues), reclassées en créances clients en contrepartie d'une augmentation des concours bancaires courants du fait du transfert non effectif de la quasi-totalité des risques client au regard du contrat d'affacturage (17.787k€) ;
- la dette relative au préfinancement du crédit d'impôt recherche (7.400k€) ;
- l'avance en compte courant du groupe Orange (4.896k€) ;
- la dette financière relative aux crédits-baux (3.771k€) ;
- des emprunts divers (1.631k€).

En k€	
Emprunts	25 020
Affacturage	17 787
Préfinancement CIR	7 400
Compte courant actionnaire	4 896
Dette crédit-bail	3 771
Emprunts divers	1 631
Crédit à court terme	17
Endettement financier	60 522
Trésorerie & équivalents de trésorerie	-20 107
Endettement financier net	40 415

Source : Etats financiers consolidés de Business & Decision au 31/12/2019

La trésorerie de Business & Decision au 31 décembre 2019 s'élève à 20.107k€, faisant apparaître un endettement financier net de 40.415k€.

Nous avons intégré à la dette nette des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

La dette nette ajustée de Business & Decision s'élève ainsi à 36.314k€ au 31 décembre 2019 et se présente comme suit :

En k€	
Endettement financier net	40 415
Créances de CIR actualisées	-9 728
Créances de CICE actualisées	-2 966
Intérêts minoritaires	506
Provisions pour pensions et retraites nettes d'impôt	3 677
Provisions pour litiges prud'homaux	1 839
Provisions pour charges sociales	763
Autres provisions pour risques*	1 809
Dette nette ajustée	36 314

Source : Etats financiers consolidés de Business & Decision au 31/12/2019

*dont 80k€ de provisions pour litiges commerciaux

Il a ainsi été intégré à la dette nette les créances de CIR (20.414k€) et de CICE (6.435k€) au 31 décembre 2019, qui ont été actualisées au coût moyen pondéré du capital de la Société¹⁵ pour tenir compte de l'encaissement de ces créances (issues des CIR générés au titre des exercices 2015 à 2019) à un horizon compris entre 2020 à 2023¹⁶ en raison de l'impossibilité d'imputer le CIR sur des bénéfices suffisants.

La dette nette n'intègre pas en revanche les actifs financiers non courants qui s'élèvent à 1.220k€ au 31 décembre 2019 correspondants à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation. Par ailleurs, à titre informatif, les titres de participation, qui correspondent à la valeur comptable des titres des sociétés Eloue (détenue à 2%) et ADNOW (1%), sont entièrement dépréciés au 31 décembre 2019 (162k€ de valeur brute).

La dette nette a par ailleurs été ajustée du montant des intérêts minoritaires, soit 506k€, correspondant à la valeur comptable de ces intérêts minoritaires au 31 décembre 2019.

Nous avons également considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur la provision pour indemnité de départ en retraite. Au 31 décembre 2019, cet engagement s'élevait à 3.677k€ (provision nette d'impôt¹⁷).

Suivant la même logique, nous avons également ajouté à la dette nette les montants des provisions pour litiges prud'hommes, pour charges sociales (taxe transport Ile de France) et les autres provisions pour risques (notamment fiscal et commercial), dont les montants respectifs s'élèvent à 1.839k€, 763k€ et 1.809k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette ajustée au 31 décembre 2019 de 36.314k€.

4.1.3 Business plan

4.1.3.1 *Construction et approbation*

Le business plan de Business & Decision a été élaboré par le management de Business & Decision.

Il a été construit sur la base des résultats observés sur l'année 2019 et d'un budget 2020.

Il a été examiné par le Comité d'audit de la Société le 28 février 2020 et a été soumis au Conseil d'Administration de la Société qui l'a approuvé en séance le 3 mars 2020.

4.1.3.2 *Périmètre et horizon*

Le business plan de Business & Decision a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023) et a été réalisé à périmètre constant.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) basé sur la prépondérance des charges de personnel mais également des charges externes et du CIR,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

¹⁵ Calculé en 4.3.2.4 dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés.

¹⁶ Le CIR 2015 ayant été encaissé en 2019, nous avons pris en compte ce délai de 4 ans entre la comptabilisation du CIR et son encaissement.

¹⁷ Sur la base d'un taux d'impôt sur les sociétés de 25% (taux applicable en France à compter de 2022)

Le business plan n'intègre pas de frais de restructuration, la Société ayant néanmoins fait face à cette nature de charges historiquement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment du plan d'affaires à moyen terme du groupe Business & Decision couvrant la période 2018-2020 établi au 1^{er} semestre 2018 par la direction dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée de juin 2018 (ci-après « Plan d'Affaires 2018 ») et des résultats réalisés par la Société depuis l'élaboration de ce plan d'affaires.

4.1.3.3 Comparaison avec le Plan d'Affaires 2018

Il est précisé que les prévisions 2018, 2019 et 2020 apparaissant dans le Plan d'Affaires 2018 et communiquées dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée de juin 2018 ne se sont pas réalisées au regard des données financières observables en 2018 et 2019, et que les prévisions 2020 du plan d'affaires 2020-2023 établi début 2020 sur la base des résultats observés sur l'année 2019, approuvé par le Conseil d'Administration du 3 mars 2020 et qui nous a été communiqué dans le cadre de la présente Offre, ont été revus à la baisse par rapport au Plan d'Affaires 2018.

Le plan d'affaires utilisé dans le cadre de nos travaux de valorisation intègre les dernières données financières connues et notamment les comptes au 31 décembre 2019.

Les écarts observés de chiffre d'affaires et de marge opérationnelle entre les prévisions 2018 et 2019 du Plan d'Affaires 2018 construit sur le 1^{er} semestre 2018 et qui pouvait être considéré comme volontariste, et les réalisations 2018 et 2019 s'expliquent essentiellement par :

- Une baisse de l'activité en France et notamment en Ile-de-France en 2018 et 2019, alors que le Plan d'Affaires 2018 anticipait une croissance globale de l'activité en France de 4% par an sur cette période avec une croissance plus marquée en régions qu'en Ile de France,
- Une croissance de l'activité moins importante qu'anticipée au Benelux,
- Des difficultés non anticipées dans le Plan d'Affaires 2018 pour l'exécution du projet Mi-case, aux Etats-Unis.

La comparaison entre les prévisions de chiffre d'affaires 2020 du Plan d'Affaires 2018 et le plan d'affaires transmis dans le cadre de la présente Offre met en exergue un décalage temporel dans l'activité anticipée de la Société qui découle d'un retard dans l'exécution de ses objectifs. Les prévisions 2020 de chiffre d'affaires du Plan d'Affaires 2018 ne seraient réalisées qu'à compter de 2022/2023.

En matière de marge opérationnelle, les prévisions 2020 du Plan d'Affaires 2018 ne seraient pas encore réalisées à l'horizon 2023 au regard du plan d'affaires transmis dans le cadre de la présente Offre, les prévisions 2023 actuelles étant plus proche du niveau initialement anticipé pour 2018.

4.1.3.4 Extrapolation du plan d'affaires

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2023, nous avons sur la base d'échanges que nous avons eu avec le management, extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'en 2026, année sur la base de laquelle nous avons déterminé le flux normatif.

4.1.3.5 Tests de dépréciation (impairment tests)

Le plan d'affaires 2020-2023 est aligné avec les plans d'affaires par UGT pour l'exercice des tests de dépréciation (« impairment tests ») sur les goodwill du groupe Business & Decision.

Des impairment tests ont été effectués au 31 décembre 2019 sur les UGT du groupe qui sont fonction des pays dans lequel le groupe opère à l'exception de la France, la Suisse et la Belgique pour lesquels les UGT correspondent aux entités juridiques présentes dans ces pays.

Les flux de trésorerie issus des plans d'affaires des différentes UGT (sur la période 2020-2023) ont été actualisés à un taux d'actualisation différencié pour chacun des pays, ces taux d'actualisation étant compris dans une fourchette de 7,21% (Suisse) à 12,40% (Tunisie).

A l'issue de l'horizon explicite des plans d'affaires des différentes UGT, les valeurs terminales ont été calculées sur la base de flux de trésorerie normatifs, de taux de croissance à l'infini compris dans une fourchette de 1,0% (Suisse) et 4,0% (Russie) et de taux de marge d'EBIT compris entre 4% et 15%. A titre informatif, le taux de croissance à l'infini moyen pondéré par les valeurs d'utilité extériorisées dans le cadre des impairment tests ressortent à 1,72% et les taux de marge d'EBIT globaux (ratio entre l'EBIT des UGT cumulés et leurs chiffres d'affaires cumulés) entre 2020 et 2023 s'échelonnent entre 3,1% et 3,8%.

4.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

4.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Business & Decision. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable au 31 décembre 2019 s'élève à 21.057k€, soit une valeur de 2,67€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 197% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

4.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Business & Decision dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

4.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Business & Decision n'a procédé à aucune distribution de dividende au titre des cinq derniers exercices (2015 à 2019) et n'envisage pas de distribuer de dividendes dans les douze

prochains mois, au regard des difficultés auxquelles la Société fait face. Elle n'a par ailleurs pas défini de politique particulière de distribution de dividende permettant d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés à moyen ou long terme.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

4.2.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Business & Decision ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers.

4.2.5 Référence au prix de revient des titres Business & Decision dans les comptes d'Orange Business Services

La référence au prix de revient des titres consiste à valoriser une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Orange Business Services dans le cas présent.

La valeur brute reflète la valeur des fonds propres de la société à la date d'acquisition des titres, la valeur nette reflétant sa valeur d'acquisition historique diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres Business Decision sont détenus à la date du présent rapport à hauteur de 93,62% par Orange Business Services suite à l'acquisition d'actions de la Société par cette dernière depuis juin 2018. Cette référence n'est pas pertinente dans le cas présent car elle est redondante avec la référence aux transactions récentes sur le capital portant sur l'acquisition par l'initiateur en plusieurs étapes (de juin 2018 à décembre 2019) des 93,62% qu'il détient aujourd'hui dans la Société.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre indicatif, la valeur nette des titres Business & Decision chez Orange Business Services, qui détient 93,62% de la Société, s'élève à 57,3m€, soit un prix de revient unitaire de l'action de 7,77€ (soit une prime de 2,0% induite par le prix d'Offre).

4.2.6 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Business & Decision les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

L'application des multiples de valorisation aux différents agrégats de Business & Decision, sur les exercices 2020 à 2022, fait ressortir une valeur d'entreprise positive. Toutefois, la dette nette ajustée étant supérieure aux valeurs d'entreprises extériorisées sur les différentes années, la valeur des fonds propres selon cette méthode est négative, ce qui rend la mise en œuvre de cette méthode non pertinente. Par conséquent, nous avons décidé de ne pas retenir cette méthode de valorisation.

Nous présentons toutefois à titre purement informatif notre analyse des comparables boursiers retenus et des multiples extériorisés ci-dessous.

4.2.6.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de Business & Decision. Sur le marché des entreprises de services du numérique (ESN) nous avons identifié dans un premier temps les entreprises Keyrus et Micropole. Toutefois, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en termes de modèle économique et d'activité avec Business & Decision ces dernières n'ont pas été retenues en raison de l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés évoluant dans le secteur des entreprises de services du numérique et réalisant comme Business & Decision des prestations de conseil et d'intégration de systèmes. Afin de tenir compte des spécificités de Business & Decision (activité, taille, etc...) et pouvoir appliquer des multiples pertinents (sociétés disposant d'une certaine liquidité), nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1 milliard d'euros ;
- opérant majoritairement en France et au Benelux comme Business & Decision (65,0% du chiffre d'affaires en France et 22,6% au Bénélux), ;
- ayant des charges de personnel représentant au moins 50% du chiffre d'affaires reflétant une part importante de l'activité sur du conseil ;
- possédant un capital flottant d'un niveau minimum de 25%.

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés :

- Infotel, car celle-ci présente des charges de personnel d'un niveau inférieur à 50% de son chiffre d'affaires (43,7%), ce qui n'est pas le cas de l'ensemble des autres sociétés composant notre échantillon ;
- Cap Gemini, Atos et Sopra Steria, car celles-ci présentent une taille significativement supérieure à Business & Decision (entre 4,4 milliards d'euros et 14,1 milliards d'euros de chiffres d'affaires en 2019) et qu'elles proposent des prestations complètes de services s'adressant à des multinationales.

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2018 (en m€)
Devoteam SA	France	691	652
Neurones S.A.	France	535	490
SII Société Anonyme**	France	493	631
Aubay Société Anonyme	France	392	401
Ordina N.V.	Pays-Bas	218	359
Umanis SA	France	128	207
Groupe Open	France	105	324
SQLI SA	France	101	232
Moyenne		333	412
Médiane		305	380

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 06/03/2020

**Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 31 mars 2019

Nous avons figé les capitalisations boursières au 6 mars 2020, date précédente les fortes baisses constatées dès le 9 mars 2020 sur les marchés boursiers liées à la conjoncture exceptionnelle (chute du cours du pétrole et coronavirus).

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Business & Decision compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons toutefois retenu huit sociétés comparables à Business & Decision : Devoteam SA, Neurones S.A., SII (Société pour l'Informatique Industrielle), Aubay S.A., Ordina N.V., Umanis S.A., Groupe Open et SQLI S.A.

4.2.6.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires et les marges d'EBIT en 2020, 2021 et 2022 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBIT		
	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2020	2021	2022
Devoteam SA	6,4%	7,2%	10,3%	9,0%	9,4%	9,2%
Neurones S.A.	5,3%	7,3%	n/a	10,4%	9,8%	n/a
SII (Société pour l'Informatique Industrielle)	8,3%	n/a	n/a	8,0%	n/a	n/a
Aubay Société Anonyme	7,3%	4,2%	n/a	10,1%	10,2%	n/a
Ordina N.V.	2,7%	2,9%	3,6%	6,9%	7,9%	9,0%
Umanis SA	8,8%	4,7%	n/a	8,5%	9,7%	n/a
Groupe Open	2,9%	5,5%	n/a	4,8%	5,6%	n/a
SQLI SA	4,6%	4,7%	n/a	5,9%	6,9%	n/a
Moyenne	5,8%	5,2%	7,0%	8,0%	8,5%	9,1%
Médiane	5,9%	4,7%	7,0%	8,3%	9,4%	9,1%

Source: Capital IQ en date du 06/03/2020

n/a: non applicable en l'absence de prévision d'analyste

Nous constatons que les taux de croissance médians et moyens des sociétés comparables sont proches de ceux de Business & Decision sur la période 2020-2022, durant laquelle la Société devrait connaître également une croissance soutenue.

Les taux de marge d'EBIT générés par Business & Decision sont inférieurs aux taux de marge moyens et médians de l'échantillon retenu sur la période 2020-2022.

4.2.6.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière. Ce multiple a été retenu comme référence compte tenu des différences pouvant exister dans le traitement comptable des frais de R&D et de la faible intensité capitalistique du secteur des ESN.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les EBIT de la Société sur la même période. En effet, les EBIT qui découlent du plan d'affaires communiqué par le management de Business & Decision n'intègrent pas l'application de la norme comptable IFRS 16. Par conséquent, nous avons réintégré la charge d'intérêt liée aux loyers opérationnels afin d'obtenir pour les sociétés comparables un EBIT n'intégrant pas l'application de la norme IFRS 16. De même, nous avons exclu la dette de loyer opérationnelle de la valeur d'entreprise.

Nous avons exclu les multiples :

- de CA car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Business & Decision présente des marges nettement inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBITDA car la méthode de comptabilisation des frais de recherche et développement est hétérogène, cet agrégat étant par ailleurs désormais impacté par l'application de la norme IFRS 16 ;
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière des sociétés de l'échantillon :

Comparables boursiers	VE/EBIT		
	2020	2021	2022
Devoteam SA	9,0x	8,1x	7,5x
Neurones S.A.	6,3x	6,2x	n/a
SII (Société pour l'Informatique Industrielle)	7,6x	n/a	n/a
Aubay Société Anonyme	8,6x	8,2x	n/a
Ordina N.V.	7,4x	6,2x	5,3x
Umanis SA	8,4x	7,0x	n/a
Groupe Open	7,3x	5,9x	n/a
SQLI SA	8,6x	7,1x	n/a
Moyenne	7,9x	7,0x	6,4x
Médiane	8,0x	7,0x	6,4x

Source: Capital IQ en date du 06/03/2020

n/a: non applicable en l'absence de prévisions d'analystes

Les sociétés retenues sont suivies par des analystes publiant des prévisions sur les années 2020 à 2022 (2022 étant l'horizon maximal retenu pour deux des sociétés de l'échantillon). Toutefois, l'application des multiples obtenus aux agrégats de Business & Decision sur les années 2020 à 2022 met en exergue par analogie une valeur des capitaux propres négative au regard du niveau d'endettement net de la Société, raison pour laquelle nous n'avons pas retenu cette méthode.

4.2.7 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Business & Decision la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Les agrégats de résultat d'exploitation de Business & Decision sur l'exercice 2019 étant négatifs (résultat opérationnel courant de -2.835k€ et résultat opérationnel de -6.210k€), l'application des multiples de valorisation issus de transactions comparables à l'EBIT de Business & Decision ferait ressortir une valeur d'entreprise négative de Business & Decision, ce qui rend la mise en œuvre de cette méthode non pertinente. Par ailleurs, à titre indicatif, il résulterait de l'application des multiples de valorisation à l'EBIT¹⁸ de Business & Decision budgété pour l'année 2020 une valeur des fonds propres négative. Par conséquent, nous avons décidé de ne pas retenir cette méthode de valorisation.

Nous présentons toutefois à titre purement informatif notre analyse des transactions comparables retenues et des multiples extériorisés ci-dessous.

4.2.7.1 Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des entreprises de services du numérique (ESN). Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2018 sur des sociétés françaises évoluant sur le même secteur d'activité.

¹⁸ Comprenant la CVAE

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre.

4.2.7.2 Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des quatre transactions qui sont présentées ci-après :

- Sopra Steria a lancé, le 21 février 2020, un projet d'OPR et a signé un accord de négociations exclusives en vue d'acquérir le bloc de contrôle de Sodifrance représentant 94,03% du capital. Le prix par action est de 17,10 €. Sodifrance est une entreprise française de services du numérique (ESN), s'adressant aux secteurs de l'assurance, de la protection sociale et de la santé, ayant réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 106,5 millions d'euros.
- Multi Market Services France Holdings a annoncé le 7 février 2019 l'acquisition de 83,0% du capital de Soft Computing. Cette dernière est une entreprise française qui se positionne en tant qu'un des leaders en France du datamarketing. Le chiffre d'affaires de Soft Computing préalable à la transaction était de 47 millions d'euros.
- Mannai Corporation Q.P.S.C. a annoncé le 12 décembre 2018 l'acquisition de 3,4% du capital de la société française GFI Informatique SA. La cible est spécialisée dans les services numériques et elle se positionne également en tant qu'éditeur de logiciels et accompagnateur dans la transformation digitale de ses clients. Le chiffre d'affaires de GFI Informatique SA préalable à la transaction était de 1.025 millions d'euros.
- CS Communication & Systemes SA a annoncé le 26 juin 2018 l'acquisition de 100% du capital de Novidy's SAS. La cible est une société française dont l'activité tourne autour de la transformation IT et de la cybersécurité. Le chiffre d'affaires de Novidy's SAS préalable à la transaction était de 32 millions d'euros.

L'échantillon retenu se compose en conséquence de ces quatre transactions dont les multiples sont présentés à titre indicatif ci-après.

Nous avons retenu, pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers, le multiple d'EBIT.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	% acquis	VE/EBIT
févr.-20	Sopra Steria	Sodifrance SA	France	94%	13,8x
févr.-19	Multi Market Services France Holdings SAS	Soft Computing	France	83%	12,9x
déc.-18	Mannai Corporation Q.P.S.C.	GFI Informatique SA	France	3%	14,2x
juin-18	CS Communication & Systemes SA	Novidy's SAS	France	100%	11,1x
Moyenne					13,0x
Médiane					13,4x

Source : Capital IQ

n/a: non applicable

L'application des multiples obtenus aux agrégats de Business & Decision sur les années 2019 et 2020 met en exergue par analogie une valeur des capitaux propres négative au regard de l'EBIT 2019 négatif et du niveau d'endettement net de la Société, raison pour laquelle nous n'avons pas retenu cette méthode.

4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- transactions récentes intervenues sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.3.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de Business & Decision.

Les transactions récentes intervenues sur le capital de la Société auxquelles il est fait référence correspondent aux différentes acquisitions réalisées par le groupe Orange via sa filiale Orange Business Services depuis le 5 juin 2018 jusqu'au 10 décembre 2019 et lui permettant aujourd'hui de détenir 93,62% du capital de la Société. Il n'existe pas à notre connaissance d'autres transactions récentes significatives sur le capital de la Société, la Société n'ayant par ailleurs pas procédé à une quelconque augmentation de capital au cours des 18 derniers mois.

4.3.1.1 *Référence aux acquisitions récentes par l'initiateur*

Le groupe Orange a annoncé être rentré le 18 mai 2017 en négociations exclusives avec la famille Bensabat et Monsieur Christophe Dumoulin¹⁹ (Président Directeur Général à cette date et également actionnaire de Business & Decision Ingénierie), actionnaires majoritaires de Business & Decision, en vue de l'acquisition d'un bloc majoritaire du groupe Business & Decision représentant 67% du capital de la Société à cette date.

Le 26 octobre 2017, le groupe Orange et Business & Decision ont annoncé, à l'issue de la procédure d'information et de consultation des instances représentatives du personnel, la signature²⁰ d'un contrat d'acquisition entre Network Related Services²¹ (filiale d'Orange) et les actionnaires majoritaires de Business & Decision, (la famille Bensabat ou ensemble « les Actionnaires Cédants »), prévoyant la cession de 5.043.103 actions représentant 63,98% du capital²² et 76,02% des droits de vote de la Société.

La conclusion de l'acquisition était notamment sujette à la réalisation de conditions préalables, comprenant notamment :

- L'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations²³ ;
- La réalisation de l'acquisition de 10% du capital de la société Business & Decision Tunisie et l'acquisition d'une participation majoritaire au capital de la société Business & Decision Tunisie Locale auprès de Madame Neila Benzina, directrice de la zone MEA et membre du comité exécutif de la Société.

La succession du fondateur de la Société, Monsieur Patrick Bensabat, et celle de l'un des membres de la famille Bensabat qui était partie au contrat de cession et qui est décédé en décembre 2017, ont engendré des contraintes juridiques particulières concernant le transfert de certaines actions détenues par la succession Bensabat (193.906 actions représentant 2,46% du capital) et la succession Chavit (190.584 actions représentant 2,42% du capital).

Le 10 mai 2018, Network Related Services et les Actionnaires Cédants ont conclu un avenant au contrat de cession afin de tenir compte de l'impossibilité pour les Actionnaires Cédants de céder certaines actions initialement visées au contrat de cession dans des délais compatibles

¹⁹ Le Conseil d'Administration de la Société a mis fin aux fonctions de Président Directeur Général de Monsieur Christophe Dumoulin le 12 septembre 2017

²⁰ Intervenue le 25 octobre 2017

²¹ Désormais Orange Business Services

²² M. Christophe Dumoulin, initialement partie aux négociations exclusives étant révoqué de ses fonctions de Président Directeur Général et de l'ensemble de ses mandats, puis licencié

²³ Autorisations reçues par les autorités de la concurrence en France, en Russie et en Tunisie respectivement les 29 décembre 2017, 8 décembre 2017 et 7 janvier 2018

avec la date butoir prévue par le contrat et ont conclu des promesses croisées d'achat et de vente sur les 384.490 actions concernées (ci-après « les Actions Sous Promesses »), représentant 4,88% du capital et 3,87% des droits de vote.

Le 5 juin 2018, Network Related Services a finalement acquis, en application du contrat de cession amendé, 4.658.613 actions (hors Actions Sous Promesses) représentant avant acquisition 59,10% du capital et 72,14% des droits de vote²⁴ auprès des Actionnaires Cédants.

Préalablement à la cession en date du 5 juin 2018 au groupe Orange du bloc majoritaire de Business & Decision, l'actionnariat de Business & Decision se présentait comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Business & Decision Ingénierie*	1 436 140	18,22%	2 872 280	22,24%
Michael Bensabat	1 669 549	21,18%	3 339 098	25,85%
Tova Rabinovitsj	2 000	0,03%	4 000	0,03%
Jeremy Bensabat	1	0,00%	2	0,00%
Gabriel Shavit	598 000	7,59%	1 196 000	9,26%
Succession Chavit	952 923	12,09%	1 905 846	14,76%
Total Actionnaires Cédants	4 658 613	59,10%	9 317 226	72,14%
Succession Bensabat	193 906	2,46%	240 790	1,86%
Succession Chavit	190 584	2,42%	258 640	2,00%
Total Actions sous promesses	384 490	4,88%	499 430	3,87%
Total Public	2 839 872	36,03%	3 099 288	24,00%
Total	7 882 975	100,00%	12 915 944	100,00%

Source : note en réponse de Business & Décision - OPAS Juin 2018

*dont le capital se répartissait entre la famille Bensabat (63,64%), la société FCQM Finance (33,42%) dont M. Christophe Dumoulin dispose de la totalité du capital, et plusieurs actionnaires personnes physiques (2,94%)

Conformément au contrat de cession d'actions de la Société, le prix de cession des 4.658.613 actions cédées, représentant 59,10% du capital, s'élevait à 7,70€ par action Business & Decision, un accord portant sur l'acquisition par le groupe Business & Decision des participations détenues par Madame Benzina dans les filiales tunisiennes du groupe (B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale) ayant contribué principalement à une minoration du prix de cession de 7,93€ (prix de cession initialement prévu) à 7,70€.

Les promesses croisées portant sur 384.490 Actions Sous Promesses, représentant 4,88% du capital, ont été conclues à un prix de cession de 7,70€, égal à celui du contrat de cession du 5 juin 2018 susmentionné.

Les termes de l'acquisition du bloc ne prévoyaient aucune clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix à la hausse au bénéfice des Actionnaires Cédants. Nous comprenons qu'un certain nombre d'accords et d'opérations connexes à l'acquisition du bloc majoritaire de Business & Decision avaient toutefois été conclus. Ces derniers étaient notamment relatifs à :

- un engagement de cession du contrôle de Business & Decision portant sur la cession des participations de Madame Benzina dans les filiales tunisiennes à Business & Decision ;
- divers accords de cession et d'achat préalables à l'offre publique d'achat simplifiée portant sur la cession par la famille Bensabat et d'autres actionnaires de filiales à Business & Decision de plusieurs participations détenues dans certaines entités du groupe ;
- des dispositions spécifiques à Monsieur Christophe Dumoulin portant sur la signature d'un protocole transactionnel en mars 2018 et de son avenant en mai 2018 suite à la révocation de ce dernier de ses fonctions de Président Directeur Général et de l'ensemble de ses mandats exercés au sein du groupe en septembre 2017, puis de son licenciement en décembre 2017 ;
- de contrats de bail signés entre une entité du groupe et la famille Bensabat portant sur des baux commerciaux et d'habitation ainsi qu'un accord de services qui avaient été contractés entre le groupe Business & Decision et des entités ayant un lien avec les Actionnaires Cédants.

²⁴ Tenant compte des droits de vote double dans le pourcentage des droits de vote antérieurement à l'acquisition du bloc de contrôle

Suite à l'acquisition du bloc de contrôle du 5 juin 2018, le groupe Orange détenait via sa filiale Network Related Services 59,10% du capital et 56,42% des droits de vote de Business & Decision (compte tenu de la perte de droits de vote double).

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Network Related Services (groupe Orange)	4 658 613	59,10%	4 658 613	56,42%
Actions Sous Promesses	384 490	4,88%	499 430	6,05%
Public	2 839 872	36,03%	3 099 288	37,53%
Total	7 882 975	100,00%	8 257 331	100,00%

Source : note en réponse de Business & Décision - OPAS Juin 2018

En application de la réglementation applicable du règlement général de l'AMF et en raison du franchissement à la hausse par le groupe Orange des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'acquisition, le groupe Orange via sa filiale Network Related Services a déposé le 6 juin 2018 une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur le solde du capital de Business & Decision à un prix de 7,93€ par action Business & Decision.

Pendant la période d'offre, soit entre les 12 et 14 juin 2018 inclus, Network Related Services a acquis conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF 283.203 actions Business & Decision sur le marché au prix unitaire de 7,93€. Ainsi, préalablement à l'ouverture de l'offre, Network Related Services détenait 4.941.816 actions de Business & Decision représentant 62,69% du capital et 59,85% des droits de vote de la Société (compte tenu de la perte de droits de vote double).

L'offre publique d'achat simplifiée visait ainsi la totalité des actions non détenues par Network Related Services à l'ouverture de l'offre, soit 2.556.669 actions, représentant 32,43% du capital et 34,10% des droits de vote de la Société, étant précisé que 384.490 actions de la Société, représentant 4,88% du capital de la Société, détenues par la succession Bensabat et la succession Chavit, faisaient l'objet de promesses croisées de vente et d'achat conclues avec Network Related Services dans l'attente de décisions judiciaires.

A l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée le 29 juin 2018, le capital de la Société se répartissait comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Network Related Services (groupe Orange)	4 941 816	62,69%	4 941 816	59,85%
Actions Sous Promesses	384 490	4,88%	499 430	6,05%
Public	2 556 669	32,43%	2 816 085	34,10%
Total	7 882 975	100,00%	8 257 331	100,00%

Source : note en réponse de Business & Décision - OPAS Juin 2018

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions Business & Decision, ouverte du 29 juin au 19 juillet 2018 inclus, Network Related Services a acquis 1.508.140 actions Business & Decision complémentaires au prix unitaire de 7,93€ par action. A la clôture de l'offre, Orange Business Services détenait ainsi 6.449.956 actions Business & Decision représentant 81,82% du capital et 78,11% des droits de vote de cette dernière.

Par la suite, du 10 octobre 2018 au 3 mai 2019, Orange Business Services a acquis au total 546.305 actions Business & Decision hors marché et sur le marché, représentant 6,93% du capital de la Société, à des prix compris entre 7,81€²⁵ et 7,93€.

Le 10 décembre 2019, Orange Business Services a exercé la promesse de vente conclue le 10 mai 2018 et portant sur 384.490 actions (4,88% du capital) détenues par la famille Bensabat, puis a déclaré dans la foulée avoir franchi en hausse les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

²⁵ Prix le plus bas des acquisitions du 11 octobre 2018 réalisée à des prix compris entre 7,81€ et 7,93€

Orange Business Services détient aujourd'hui 7.379.807 actions Business & Decision représentant autant de droits de vote, soit 93,62% du capital et 93,42% des droits de vote de la Société dont le capital est réparti de la façon suivante :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Orange Business Services* (groupe Orange)	7 379 807	93,62%	7 379 807	93,42%
Public	503 168	6,38%	519 942	6,58%
Total	7 882 975	100,0%	7 899 749	100,0%

Source : communiqué de presse de la Société en date du 12 février 2019

*anciennement Network Related Services

Le tableau ci-dessous synthétise les différentes acquisitions effectuées par le groupe Orange depuis le 5 juin 2018, date du rachat du bloc majoritaire de Business & Decision auprès de la famille Bensabat.

Modalité d'acquisition	Date	Nombre d'actions	% du capital	Prix par action (en euros)	Prix global (en euros)
Acquisition auprès de la famille Bensabat	5-juin-18	4 658 613	59,10%	7,70 €	35 871 320
Acquisition dans le cadre de l'OPAS 2018	juin-juil 18	1 791 343	22,72%	7,93 €	14 205 350
Avant ouverture de l'OPAS	12/14-juin 18	283 203	3,59%	7,93 €	2 245 800
Entre l'ouverture et la clôture de l'OPAS	29-juin 18 au 19-juil 18	1 508 140	19,13%	7,93 €	11 959 550
Acquisition hors marché	10-oct.-18	386 867	4,91%	7,93 €	3 067 855
Acquisitions sur le marché	11-oct.-18	5 621	0,07%	7,81€ - 7,93€*	44 256
Acquisitions sur le marché	12-oct.-18	24 109	0,31%	7,93 €	191 184
Acquisition sur le marché	15-oct.-18	301	0,00%	7,93 €	2 387
Acquisition sur le marché	16-oct.-18	700	0,01%	7,93 €	5 551
Acquisitions sur le marché	18-oct.-18	5 421	0,07%	7,93 €	42 989
Acquisition hors marché	29-nov.-18	79 512	1,01%	7,93 €	630 530
Acquisition hors marché	3-mai-19	43 774	0,56%	7,93 €	347 128
Acquisition auprès de la famille Bensabat**	10-déc.-19	383 546	4,87%	7,70 €	2 953 304
Total		7 379 807	93,62%	7,77 €	57 361 854

Source : Analyse Crowe HAF & site internet AMF

*prix moyen pondéré de 7,8733€

**par exercice de la promesse de vente conclue le 10 mai 2018

L'acquisition du bloc de contrôle majoritaire détenue par les Actionnaires Cédants et représentant 59,10% du capital, conclue le 25 octobre 2017 et finalisée le 5 octobre 2018, ainsi que l'acquisition le 10 décembre 2019 des Actions Sous Promesses détenues par la succession Bensabat et la succession Chavit et représentant 4,88% du capital, ont été réalisées au prix unitaire de 7,70€ par action. Le prix d'Offre offre une prime de 3,0% sur ce prix de cession.

Les acquisitions d'actions par le groupe Orange via sa filiale Network Related Services dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, soit 283.203 actions représentant 3,59% du capital de la Société acquises sur le marché pendant la période d'offre (du 12 au 14 juin 2018) et 1.508.140 actions représentant 19,13% du capital de la Société acquises entre la date d'ouverture et la date de clôture de l'offre (du 29 juin au 19 juillet inclus), ont été réalisées au prix unitaire de 7,93€ par action. Le prix d'Offre est équivalent au prix de cession des actions acquises par le groupe Orange via sa filiale Network Related Services dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée de juin 2018.

Les acquisitions d'actions par le groupe Orange via sa filiale Orange Business Services postérieurement à l'offre publique d'achat simplifiée (du 10 octobre 2018 au 3 mai 2019), soit 546.305 actions représentant 6,93% du capital de la Société acquises sur le marché et hors marché, ont été réalisées à des prix unitaires compris entre 7,81€ et 7,93€.

4.3.1.2 Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital de Business & Decision consistent en l'acquisition par le groupe Orange, par l'intermédiaire de sa filiale Network Related Services (désormais Orange Business Services), initiateur de l'Offre :

- d'un bloc d'actions majoritaire portant sur 63,96% du capital de la Société (59,10% via l'acquisition conclue le 25 octobre 2017 et finalisée 5 octobre 2018 et 4,88% via la conclusion de promesses croisées signées le 10 mai 2018) ;

- d'actions dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée lancée en juin 2018 représentant 22,72% du capital de la Société (3,59% via l'acquisition d'actions sur le marché pendant la période d'offre du 12 au 14 juin 2018 et 19,13% via l'acquisition d'actions entre la date d'ouverture et la date de clôture de l'offre du 29 juin au 19 juillet inclus) ;
- d'actions acquises hors marché et sur le marché du 10 octobre 2018 au 3 mai 2019, représentant 6,93% du capital de la Société.

Ces acquisitions, qui ont été finalisées il y a moins de deux ans, restent plutôt récentes et portent sur une part significative et majoritaire du capital de Business & Decision.

Nous comprenons par ailleurs que les opérations de juin 2018 étaient assorties d'accords et d'opérations connexes listés ci-avant. Dans le cadre de l'attestation d'équité effectuée dans le contexte de l'offre publique d'achat simplifiée de juin 2018, le cabinet Ledouble, désigné en tant qu'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Business & Decision pour cette opération, avait analysé les accords et opérations connexes susmentionnés et a affirmé dans son rapport en date du 5 juin 2018 ne pas avoir relevé dans ces accords ou opérations de dispositions susceptibles de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de Business & Decision dont les titres étaient visés par l'offre publique d'achat simplifiée de juin 2018.

Elles ont été réalisées à un prix très proche du prix d'Offre concernant l'acquisition du bloc majoritaire²⁶ (7,70€) et à un prix égal au prix d'Offre dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (7,93€).

Depuis juin/juillet 2018 et la conclusion de ces opérations, les agrégats financiers de la Société ont par ailleurs évolué à la baisse, le chiffre d'affaires connaissant une décroissance de 6,6% entre 2018 et 2019 et la Société affichant des marges opérationnelles inférieures (-2,8m€ et -6,2m€ respectivement de résultat opérationnel courant et résultat opérationnel en 2019 contre 1,6m€ et -1,5m€ en 2018). Il convient par ailleurs d'ajouter que les performances opérationnelles de la Société aujourd'hui observées sont inférieures à celles anticipées dans le plan d'affaires initial de juin 2018 sur lequel repose les valorisations ayant permis de définir le prix de ces opérations.

Le prix le plus élevé payé par l'initiateur pour obtenir la participation détenue aujourd'hui dans la Société (93,62%) s'élève à 7,93€, soit un prix égal au prix d'Offre.

4.3.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

4.3.2.1 *Définition de la méthode*

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en 2023 d'après le business plan construit début 2020 par la direction de la Société sur la base des résultats observés sur l'année 2019 et d'un budget 2020, puis estimés jusqu'en 2026 sur la base d'hypothèses que nous avons retenues en concertation avec le management et le comité ad hoc.

4.3.2.2 *Analyse du business plan de Business & Decision*

Chiffre d'affaires

²⁶ dont les Actions Sous Promesses ayant été acquises le 10 décembre 2019 par exercice de la promesse de vente

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent sur les hypothèses principales suivantes :

- En France, le redressement du chiffre d'affaires résultant du plan d'action sur la région Ile-de-France et le levier commercial lié à l'ouverture des canaux de distribution du groupe Orange d'une part et de la poursuite de la croissance de l'activité Digital Services d'autre part ;
- Dans le reste de l'Europe, la diversification du secteur financier vers les segments logistique et industrie et l'activité Life Science tirant la croissance au Benelux, et une reprise de la croissance à compter de 2020/21 aux Pays-Bas, en Espagne et en Suisse ;
- Aux Etats-Unis, la diversification des engagements et des contrats renouvelés dans le secteur public, une adaptation de la gestion du contrat ADC et une croissance soutenue de l'activité Business Intelligence ;
- Dans le reste du monde, l'exploitation stratégique du nearshore et offshore en Tunisie et à Maurice pour renforcer la compétitivité de l'offre européenne.

De ce fait, le chiffre d'affaires de Business & Decision devrait revenir à la croissance et atteindre un taux de croissance annuel moyen d'environ 6% sur la période 2020-2023. Le développement du chiffre d'affaires sur la période du plan résulte principalement des stratégies prévues en France et dans le reste de l'Europe grâce à leurs poids relatifs au sein du groupe. Le management prévoit des croissances moyennes annuelles en France et pour le reste de l'Europe²⁷ sur la période de 4,8% et 6,2% respectivement. Aux Etats-Unis et dans le Reste du Monde, le chiffre d'affaires de Business & Decision devrait croître d'environ 4m€ et 2m€ respectivement. En effet, le management anticipe un temps d'implémentation supérieur sur ces deux zones géographiques menant d'abord à une baisse du chiffre d'affaires en 2020 avant de parvenir à un redressement en ligne avec les objectifs du plan.

Les prévisions de chiffre d'affaires du plan témoignent d'une volonté de redressement de la société Business & Decision, les niveaux de croissance anticipés étant nettement supérieurs à ceux constatés depuis 2016, année du décès du fondateur. Les prévisions de croissance du management sont en ligne avec la prévision sectorielle de l'étude CXP SAS de février 2020 sur les perspectives des services IT en Europe de l'ouest de 5,9% de TCAM sur la période 2020-2024.

Sur la période d'extrapolation (2024-2026), le chiffre d'affaires intègre un ralentissement de croissance pour tendre vers 2,5% à l'horizon du plan.

Les prévisions de croissance sur le plan d'affaires (2020-2023) et sur la période extrapolée (2024-2026) n'incluent pas d'opérations de croissance externe et sont bâties sur une croissance organique de l'entreprise.

Analyse de la marge d'EBITDAaL

L'EBITDA présenté dans le plan d'affaires de Business & Decision correspond à un EBITDAaL²⁸, soit un EBITDA intégrant la charge de loyer désormais retraitée en IFRS16.

L'ambition du management consiste à retrouver la rentabilité opérationnelle à l'échelle du groupe en 2020 (marge d'EBITDA de 2,2%), puis à la renforcer sur la durée du plan pour atteindre un taux de marge d'EBITDA de 4,3% en 2023. Le retour à une marge d'EBITDA positive dès 2020 devrait résulter principalement de l'amélioration de la marge brute en France, le plan de transformation en Île-de-France produisant ses premiers effets avec un gain de TACE et de la réduction de la perte opérationnelle aux Etats-Unis avec une bascule en phase de maintenance et opérations sur le contrat AOC.

La progression significative de la marge d'EBITDA (+210 points de marge entre 2020-2023) s'explique principalement par :

²⁷ Benelux, Pays-Bas, Espagne, Suisse et Russie

²⁸ EBITDA après Loyers

- le renforcement du chiffre d'affaires sur la période du plan porté essentiellement par l'activité Data Analytics et l'utilisation du levier commercial créé par le groupe Orange ;
- une meilleure absorption/gestion des coûts de structure (SG&A), particulièrement en France.

Sur la période 2020-2023, Business & Decision entend concentrer son effort sur le développement des ventes par l'exploitation des canaux de distribution du groupe Orange et une réduction des coûts (objectif de réduction de 1,1% de SG&A en pourcentage de chiffre d'affaires sur la durée du plan).

Le management anticipe notamment une inversion de tendance sur :

- son marché aux Etats-Unis, pesant jusqu'alors lourdement sur la rentabilité, grâce à l'optimisation de la gestion de son contrat principal menant à un allègement significatif des équipes surplace ;
- l'Ile-de-France, dont les difficultés doivent également se résorber au cours du plan via une hausse du TACE²⁹ de la Société soutenant la marge brute, le renouvellement de la force commerciale et des synergies de coûts.

La période d'extrapolation comprend une légère progression de la marge brute à environ 24% du chiffre d'affaires et des SG&A s'allégeant à environ 19% du chiffre d'affaires. Le taux de marge d'EBITDAaL atteindrait alors environ 5% à l'horizon de la période extrapolée (2026).

Analyse de la marge d'EBIT

Le plan d'affaires de Business & Decision ne comprend pas de prévisions d'EBIT. Nous avons procédé à l'estimation d'un EBITaL³⁰ sur la base de l'EBITDAaL diminué des dotations aux amortissements ainsi que de la charge de CVAE (déductible fiscalement) que nous avons estimée en concertation avec le management à 0,7% du chiffre d'affaires.

La marge d'EBIT³¹ devrait atteindre environ 3% à l'horizon 2023, les amortissements convergeant vers le niveau d'investissement et représentant 1,3% du chiffre d'affaires en 2023 contre 1,6% en 2019. A compter de 2024 sur la période d'extrapolation, le taux de marge d'EBIT devrait évoluer en ligne avec l'EBITDA pour atteindre environ 4% en 2026, les amortissements représentant environ 1% du chiffre d'affaires à l'horizon 2026.

Le plan d'affaires ne prévoit pas de coûts de restructuration sur la durée du plan ni sur la période extrapolée, hypothèse volontariste au regard du niveau des coûts de restructuration observés historiquement.

Impôt normatif

Concernant le calcul du CIR, nous avons retenu une croissance de 1% par an à compter de 2019, soit un CIR d'environ 4,4m€ à l'horizon du plan (2023). Pour les besoins du calcul des flux, il n'a pas été pris en compte de décalage temporel entre le produit de CIR et son encaissement qui aurait été une hypothèse réaliste sur les premières années du plan d'affaires en raison de la faible probabilité pour Business & Decision d'être en mesure d'imputer les crédits d'impôts générés sur des bénéfices suffisants. L'hypothèse retenue maximise ainsi la valeur obtenue par cette méthode.

Business & Decision ayant des profils de rentabilité hétérogènes et supportant des taux d'imposition différents en fonction des différentes zones géographiques dans lesquelles elle opère, nous avons procédé à une estimation de l'impôt sur la période du plan d'affaires (2020-2023) et de la période d'extrapolation (2024-2026) par zone géographique (France, Europe et Reste du Monde) en estimant un taux d'impôt sur les sociétés pondéré pour chacune d'elles avant de sommer les montants d'impôts obtenus. Cette approche permet une estimation plus fine de l'impôt à l'échelle du groupe en tenant compte des déficits de certaines zones géographiques.

²⁹ Taux d'Activité Congé Exclu

³⁰ EBIT après Loyers

³¹ Hors CVAE afin de pouvoir rendre cet agrégat plus comparable au résultat opérationnel historique

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique constatée dans le marché des ESN (Entreprises de Services Numériques). Ils n'intègrent par ailleurs pas de frais de développement comptabilisés en charges. Les investissements devraient rester stables à environ 1% du chiffre d'affaires sur toute la période du plan d'affaires et d'extrapolation, niveau proche de ceux observés en 2019 et 2018.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR (hors créances de CIR) a été développée dans la première partie de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur des objectifs de délais de règlement clients à 95 jours et des délais de règlement fournisseurs à 30 jours.

Concernant les délais de règlement fournisseurs, le niveau cible (30 jours) correspondant déjà à celui observé à fin 2019, nous avons maintenu ce niveau sur toute la durée du plan d'affaires (2020-2023) et sur la période extrapolée (2024-2026).

L'objectif de réduction des délais de règlement clients (de 120 jours à 95 jours) à l'horizon du plan d'affaires (2023) nous semble volontariste ce qui nous a été confirmé par le management de la Société. Par conséquent, ce niveau cible de délai de règlement clients a été retenu dans nos hypothèses à l'horizon du plan d'affaires extrapolé (2026), un niveau de 110 jours ayant été retenu à l'horizon 2023.

Les autres composantes du BFR restent stables en jours de chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires et sur la période d'extrapolation aux niveaux constatés fin 2019.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée, les hypothèses du plan d'affaires semblent volontaristes à l'horizon du plan d'affaires en matière de croissance de l'activité et de progression de la rentabilité. En effet, ces hypothèses se fondent sur une croissance du chiffre d'affaires soutenue et continue qui reste supérieure aux niveaux observés sur un historique récent (depuis 2016). De même, l'extrapolation que nous avons effectuée en concertation avec le management reste fondée sur des hypothèses volontaristes. Néanmoins, ce plan d'affaires s'inscrit dans une stratégie de redressement de la Société suites à d'importantes difficultés à la fois en interne et au sein d'un marché toujours plus compétitif. Son caractère ambitieux apparaît toutefois cohérent et vraisemblable au regard des taux de croissance et marges opérationnelles observés sur les sociétés comparables matures.

4.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2020 – 2023, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

EBIT après loyer (dont CVAE)
- Impôt normatif théorique sur EBIT (hors CIR, à dette nulle)
+ Amortissements (hors amortissements liés à IFRS16)
- Investissements
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} avril 2020.

4.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
		Court terme
Taux sans risque	(1)	-0,06%
Prime de risque du marché	(2)	8,28%
Bêta désendetté	(3)	0,91
D/E	(4)	20,0%
Bêta réendetté	(5)	1,05
Prime de taille	(6)	3,85%
Coût des fonds propres	(7)	12,4%
Coût de la dette avant impôt	(8)	2,95%
Taux d'impôt	(9)	25,0%
Coût de la dette après impôts		2,21%
D/(D+E)		17%
E/(D+E)		83%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	10,7%
(1) Taux des OAT 10 ans - moy. 1 mois au 11/02/2020	(6) Moyenne Ibbotson et CCEF	
(2) Moyenne Fairness Finance et CCEF	(7) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables	(8) Coûts de la dette de B&D	
(4) Gearing cible de B&D en fin de plan d'affaires	(9) Taux d'imposition en France (post 2022)	
(5) Formule de Hamada	(10) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 10,7%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 11 février 2020 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit -0,06% ;
- une prime de risque du marché actions France de 8,28%. Celle-ci correspond à la moyenne de la prime calculée par Fairness Finance et de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) en janvier 2020 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,91 retenu correspond à la moyenne des bêtas 5 ans des sociétés cotées comparables à Business & Decision affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 10%³² ;
- le gearing de 20% correspondant au gearing cible de Business & Decision à l'horizon du plan d'affaires compte tenu de son désendettement anticipé ;
- la prime de taille retenue (3,85%) est fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson qui fait référence en la matière et de celle de la CCEF en janvier 2020. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ; et
- le coût de la dette après impôt de 2,21% sur la base d'un coût de la dette de la Société avant impôt de 2,95% correspondant au taux moyen des taux supportés actuellement par l'entreprise compte tenu de ses différentes formes d'endettement.

³² Les sociétés Cap Gemini, Atos et Sopra Steria ayant été ajoutées à l'échantillon pour l'analyse des betas en plus des sociétés Devoteam S.A., Aubay S.A., Sqli S.A., Ordina N.V. et SII (Société pour l'Informatique Industrielle).

4.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon extrapolé du business plan (2026) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Des niveaux de marge d'EBITDA et d'EBIT (hors CVAE) respectivement de 5,5% et 4,5% du chiffre d'affaires correspondant à un niveau de marge proche de celui retenu sur la dernière année du business plan extrapolé (2026) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25% équivalent à celui retenu à l'horizon de la période extrapolée (2026) et correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022 et proche de la moyenne pondérée des taux d'impôt dans les principaux pays dans lesquels la Société opère (Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Suisse, Etats-Unis principalement) ;
- Un niveau d'investissement égal à celui des amortissements à l'infini ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

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

Pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, nous avons retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, en plus de la dette nette ajustée de 36.314k€ au 31 décembre 2019 telle que déterminée en 4.1.2 du présent rapport, l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables qui devraient être observés sur la base du plan d'affaires au 31 décembre 2019. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels (à compter de 2023) au regard de la réglementation fiscale, l'horizon de l'imputation des déficits étant l'année 2039. La valeur, soit 3.512k€, correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

Le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres utilisée dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés s'élève ainsi à 32.803k€.

4.3.2.7 Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (m€)	29,0
Valeur terminale actualisée (m€)	51,1
Valeur d'entreprise (m€)	80,2
Dette nette ajustée (m€)	-36,3
Valeur de l'actif issu de l'imputation des déficits reportables (m€)	3,5
Valeur des fonds propres (m€)	47,4
Nombre d'actions (en milliers)	7 882
Valeur de l'action Business & Decision (en €)	6,01 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	32,0 %

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 47,4m€ ce montant comprenant notamment 3,5m€ de valeur liée aux déficits fiscaux reportables.

La valeur unitaire de l'action Business & Decision s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 6,01€.

Le prix d'Offre de 7,93€ induit une prime de 32,0% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.3.2.8 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

		CMPC		
		10,2%	10,7%	11,2%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	6,20 €	5,57 €	5,01 €
	1,5%	6,70 €	6,01 €	5,39 €
	2,0%	7,25 €	6,49 €	5,82 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 5,39€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 11,2%) et 6,70€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 10,2%).

		CMPC		
		10,2%	10,7%	11,2%
Marge d'EBIT*	4,0%	5,88 €	5,26 €	4,70 €
	4,5%	6,70 €	6,01 €	5,39 €
	5,0%	7,51 €	6,76 €	6,08 €

* EBIT avant CVAE

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la marge d'EBIT normative (hors CVAE) et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 5,26€ (taux de marge d'EBIT normative de 4,0% et taux d'actualisation de 10,7%) et 6,76€ (taux de marge d'EBIT normative de 5,0% et taux d'actualisation de 10,7%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 6,01€.

4.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

4.4.1 Référence au cours de bourse

Les actions Business & Decision sont cotées sur le compartiment C d'Euronext sous le code ISIN FR0000078958.

A notre connaissance, Business & Decision ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers et il n'existe pas de consensus de valeur.

4.4.1.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

Depuis la dernière acquisition du groupe Orange le 10 décembre 2019 par exercice de la promesse de vente conclue en mai 2018 avec la famille Bensabat, l'actionnariat de Business & Decision se répartit à la date du présent rapport comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% des droits de vote
Orange Business Services* (groupe Orange)	7 379 807	93,62%	7 379 807	93,42%
Public	503 168	6,38%	519 942	6,58%
Total	7 882 975	100,0%	7 899 749	100,0%

Source : communiqué de presse de la Société en date du 12 février 2019

*anciennement Network Related Services

Le capital flottant représente 6,38% du capital, soit 503.168 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action Business & Decision				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	264	5 810	0,07%	1,2%
Moyenne 3 mois	450	28 356	0,4%	5,6%
Moyenne 6 mois	372	47 948	0,6%	9,5%
Moyenne 9 mois	403	78 236	1,0%	15,5%
Moyenne 1 an	500	127 595	1,6%	25,4%

Source : Euronext, Capital IQ, 11/02/2020

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 264 titres (moyenne 1 mois) et 500 titres (moyenne 1 an).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 127.595, soit 1,6% du nombre total de titres et 25,4% du flottant. Les volumes échangés au cours de la dernière année n'intègrent pas les 43.774 et 383.546 actions acquises hors marché par l'initiateur (Orange Business Services) respectivement le 3 mai et 10 décembre 2019.

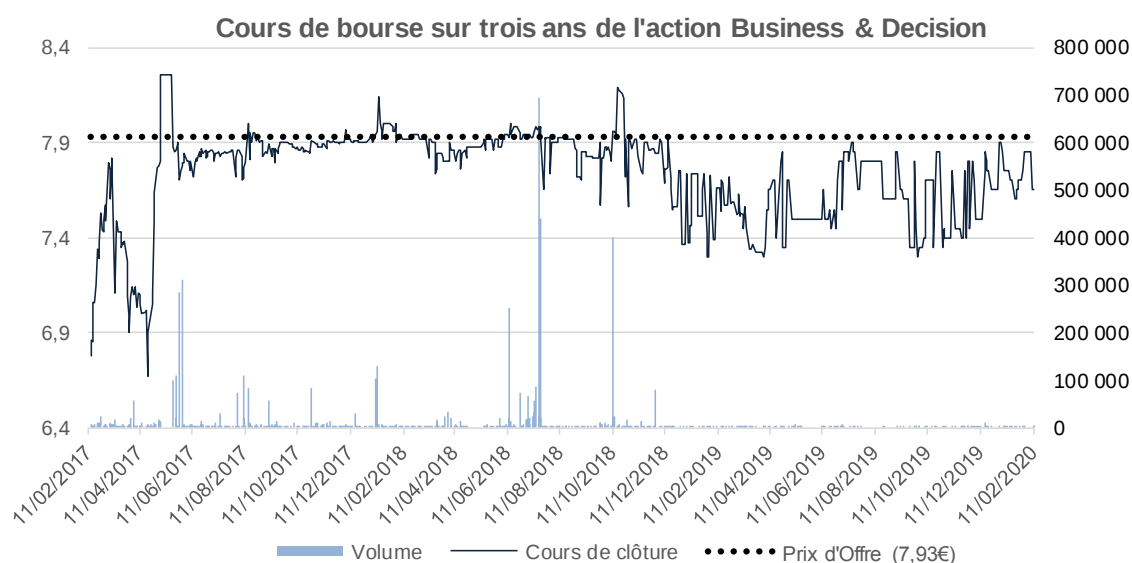
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération d'Offre Publique de Retrait, le nombre total de titres échangés représente 0,07% du nombre total de titres et 1,2% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Business & Decision, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant notamment sur la dernière année, ne présente pas une liquidité suffisante. D'autre part, la société Business & Decision ne fait pas l'objet de suivi par des analystes financiers indépendants et il n'existe pas de corrélation évidente sur la dernière année entre les annonces effectuées par la Société et l'évolution du cours de bourse et les volumes d'échanges.

Malgré l'illiquidité du titre et la taille réduite du capital flottant (6,38% du total du capital de la Société), nous retiendrons toutefois cette méthode à titre secondaire, cette valeur demeurant une référence observable pour un actionnaire minoritaire.

4.4.1.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Business & Decision sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :



Postérieurement à l'annonce par la Société d'une croissance de +1,5% (+6,0% en croissance organique) en 2016 et des perspectives permettant au groupe de renouer progressivement avec la rentabilité, le cours de Business & Decision a connu une tendance haussière à compter de début février 2017, ce dernier progressant pour atteindre 7,82€ le 10 mars 2017.

Par la suite, le cours de bourse de Business & Decision a subi une forte baisse par paliers, dans un contexte de publication le 28 mars 2017 des résultats annuels 2016 déficitaires (-0,4m€ de résultat opérationnel 2016 et -5,9m€ de résultat net part du groupe), pour diminuer jusqu'au 20 avril 2017 et atteindre 6,67€, soit son niveau minimum sur la période observée.

Dans la foulée et suite notamment à la publication le 27 avril 2017 du chiffre d'affaires du premier trimestre 2017 en croissance de 7,5 % par rapport au premier trimestre 2016 à taux de change et à périmètre constants³³, Business & Decision a vu son cours rebondir et progresser fortement pour atteindre 7,80€ le 4 mai 2017 et 8,26€ le 5 mai 2017, soit son niveau maximum sur les trois dernières années. A compter de cette date, le cours a été suspendu jusqu'au 18 mai 2017, date de l'annonce par la Société de l'entrée en négociation exclusive avec le groupe Orange.

En léger recul à la réouverture de la cotation le 19 mai 2017 (7,88€), le cours est par la suite resté relativement stable en oscillant entre 7,7€ et 8,0€ jusque fin 2017, les publications relatives à l'annonce de la signature par Orange du contrat d'acquisition de Business & Decision³⁴ le 26 octobre 2017, et à la stabilité de l'activité pour les neuf premiers mois de 2017 le 31 octobre 2017 n'ayant pas eu d'effets significatifs sur le cours.

Après avoir franchi la barre des 8,0€ début janvier 2018 et s'être stabilisé à ce niveau jusqu'au 1^{er} février 2018, lendemain de l'annonce du chiffre d'affaires 2017 affichant une croissance de +1,9% à taux de change et périmètre constants par rapport à 2016 (décroissance de 6,4% à périmètre courant), le cours de Business & Decision a décroché légèrement pour se rapprocher des 7,9€ puis des 7,8€ courant mars 2018, la publication des résultats annuels 2017 déficitaires (-6,5m€ de résultat opérationnel³⁵ et -11,2m€ de résultat net part du groupe) n'impactant pas le cours.

Par la suite, le cours est revenu à un niveau proche des 7,9€ jusque mi-juin 2018, la Société annonçant entre temps le 5 juin 2018 l'acquisition du bloc majoritaire par Orange (via sa filiale Orange Business Services) à un prix de 7,70€ et le dépôt d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire à 7,93€. Business & Decision a vu, à compter de cette date, son cours évoluer entre 7,9€ et 8,0€ jusque fin juillet 2018, ce dernier décrochant les 23 juillet 2018 (7,65€) et 31 juillet 2018 (7,74€) avant de rebondir dès le lendemain.

Jusque fin septembre 2018, le cours a évolué entre 7,7€ et 7,9€ avant de subir une baisse de 5% le 27 septembre 2018 (7,54€) suite à l'annonce du chiffre d'affaires et des résultats du premier semestre 2018 (croissance de +1,6% du chiffre d'affaires et résultat opérationnel et résultat net part du groupe respectivement de -2,6m€ et -4,8m€).

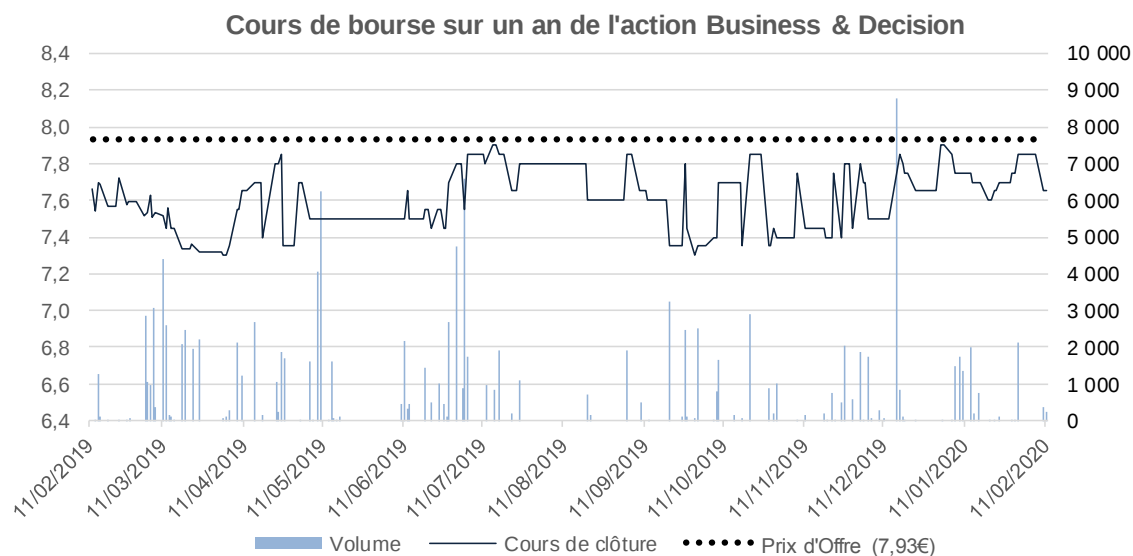
Le cours a rapidement rebondi pour atteindre 8,2€ mi-octobre 2018 puis a connu une tendance baissière jusque fin décembre 2018 pour atteindre 7,4€. Il oscillait courant janvier 2019 entre 7,4€ et 7,7€ avant d'atteindre 7,3€ fin janvier 2019 puis de connaître une légère hausse courant février.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de Business & Decision a évolué comme suit.

³³ A périmètre courant, le chiffre d'affaires affichait une baisse de 1,5 %, compte tenu des cessions d'activité aux Etats-Unis en 2016

³⁴ Sur la base d'un prix maximum de 7,93€

³⁵ 2,4m€ de résultat opérationnel courant



Dans un contexte de publication du chiffre d'affaires (croissance +3,0% et +4,8% à taux de change et périmètre constants) et des résultats annuels 2018 (-1,5m€ de résultat opérationnel³⁶ et -6,2m€ de résultat net part du groupe) le 20 février 2019 et malgré des volumes d'échange limités (2.307 actions échangées sur le mois de février 2019), le cours a atteint 7,7€ avant de baisser progressivement jusqu'à début avril 2019 (7,3€).

Dans la foulée de la publication le 5 avril 2019 du rapport financier annuel 2018, le cours de Business & Decision a progressé pour atteindre 7,85€ le 25 avril 2019 décrochant légèrement le lendemain (7,35€) pour rebondir début mai 2019 (7,70€) sans annonces spécifiques de la Société et sur des volumes d'échanges non significatifs.

Par la suite, Business & Decision a vu son cours se stabiliser autour des 7,5€ jusqu'à fin juin 2019 avant de voir son cours connaître une hausse et atteindre la barre des 7,9€ mi-juillet 2019, soit son niveau maximum au cours de la dernière année.

Après avoir connu un léger recul (7,65€), le cours de Business & Decision a progressé à 7,8€ le 25 juillet 2019, lendemain de la publication des résultats du premier semestre 2019 (décroissance de 5,0% et résultat opérationnel et résultat net part du groupe respectivement de -4,9m€ et -6,9m€).

A compter de cette date, le cours s'est stabilisé à 7,80€ courant août 2019 avant d'osciller entre 7,40€ et 7,85€ jusqu'à fin décembre 2019. Depuis fin décembre 2019, le cours évolue entre 7,6€ et 7,9€ en l'absence de publications financières de la société sur cette période.

Le dernier cours de clôture au 11 février 2020, soit la dernière journée d'échanges avant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique de Retrait à 7,93€ et de l'annonce du chiffre d'affaires et des résultats annuels 2019, s'élève à 7,65€.

Les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuels ne semblent pas corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 11 février 2020, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique de Retrait du groupe Orange au prix de 7,93€.

³⁶ 1,6m€ de résultat opérationnel courant

	€/action	Prime extériorisée ¹ en %
Cours de clôture (le 11 février 2020)	7,65	3,7%
CMPV* 20 jours	7,71	2,8%
CMPV* 60 jours	7,70	3,0%
CMPV* 6 mois	7,65	3,7%
CMPV* 9 mois	7,66	3,6%
VWAP* 1 an	7,60	4,3%
Max 1 an	7,90	0,4%
Min 1 an	7,30	8,6%

¹ prime calculée par rapport au prix d'Offre de 7,93€

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 11/02/2020

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 7,60€ (moyenne 1 an) et 7,71€ (moyenne 20 jours).

Le prix proposé de 7,93€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 2,8% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours) et 4,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 an). Il offre une prime de 3,7% sur le cours de clôture au 11 février 2020 et reste supérieur au niveau maximum observé au cours de la dernière année (7,90€).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue.

Pour les raisons évoquées préalablement et du fait de l'illiquidité de la valeur, nous retenons à titre secondaire la référence aux différentes moyennes de cours de bourse pour apprécier le prix d'Offre.

5 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Business & Decision :

5.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes ;
- Méthode des transactions comparables ; et
- Valeur des titres de Business & Decision dans les comptes de l'Initiateur.

Nous avons également écarté ces approches.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Référence aux acquisitions d'actions par l'initiateur ;
- Référence à l'Actif Net Comptable (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif).

Nous avons de notre côté retenu la référence au cours de bourse à titre secondaire au regard de la taille désormais réduite du flottant et de la faible liquidité du titre, cette méthode constituant toutefois une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire malgré l'illiquidité du titre.

L'établissement présentateur a retenu la méthode de l'actif net comptable à titre indicatif, estimant que cette méthode n'est pas appropriée pour évaluer la continuité d'exploitation d'une entreprise commerciale ou industrielle et ses perspectives futures. Nous avons pour notre part écarté cette méthode car nous estimons que cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Business & Decision.

L'établissement présentateur a retenu la méthode des comparables boursiers à titre indicatif en appliquant un taux de marge normative d'EBIT (de 4,9%) issu de ses travaux d'extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2025, et ce afin de prendre en compte l'appréciation de la marge opérationnelle de la Société. Nous avons pour notre part écarté cette méthode en l'absence de prévisions d'analystes postérieurement à 2022 et en raison de l'impossibilité d'extérioriser une valeur des fonds propres positive en appliquant les multiples observés à l'EBIT de la Société anticipée dans le plan d'affaires de 2020 à 2022 au regard de l'endettement net de la Société, ce qui rend cette méthode non pertinente.

Notre approche est décrite dans les parties 4.2, 4.3 et 4.4 de notre rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

5.2.1 Référence au cours de bourse

La banque présentatrice a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières, ainsi que les 6 et 12 derniers mois avant l'annonce de l'opération au 11 février 2020.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués. Nous considérons par ailleurs que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre secondaire comme expliqué en partie 4.4, compte tenu de l'illiquidité du titre et de l'absence de cotation régulière.

5.2.2 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices allant du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2025 ;
- calculé une valeur terminale intégrant une marge d'EBITDA de 6,0% à laquelle a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,49%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (-0,01%), une prime de risque (8,94%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 1,05, une prime de taille

(3,58%), un coût de la dette avant impôt (3,16%), un taux d'impôt sur les sociétés de 28% et un gearing cible (30%) ;

- rajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (dette financière nette de trésorerie ajustée de certains éléments notamment des provisions pour risques et charges), soit 49,0m€, et le montant de la valeur des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2019, soit 5,0m€.

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Business & Decision de 5,11€, soit une prime de 55,3% par rapport au prix d'Offre.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 4,13€ (taux d'actualisation de 10,49% et taux de croissance à l'infini de 1,0%) et 6,08€ (taux d'actualisation de 10,49% et taux de croissance à l'infini de 2,0%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2023 à l'exception de certains ajustements.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le périmètre du BFR, l'établissement présentateur retenant un BFR opérationnel (strictement composé des comptes clients et fournisseurs) tandis que nous considérons le BFR dans son intégralité (y compris les autres passifs courants qui incluent les dettes fiscales et sociales) ;
- l'estimation de la CVAE, l'établissement présentateur prenant une hypothèse de CVAE stable (équivalent au montant 2019, soit 1,6m€) au cours du plan d'affaires tandis que nous considérons cet impôt stable en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- l'extrapolation du business plan jusqu'au 31 décembre 2025. Nous avons extrapolé le plan sur une durée plus longue (jusqu'au 31 décembre 2026) ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

5.2.2.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2025 (horizon au 31 décembre 2025), sa période d'extrapolation intégrant un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 1,5% à l'infini.

Nous avons, pour notre part, retenu l'année 2026 comme horizon explicite du plan d'affaires considérant cette période de prévisions (7 ans dont 3 d'extrapolation) suffisamment longue mais permettant d'intégrer un ralentissement progressif de la croissance et une hausse linéaire de la marge. Par ailleurs, nous avons retenu une valeur terminale fondée sur un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux sur la période extrapolée avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

5.2.2.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC			
	Etablissement présentateur		Expert indépendant
Taux sans risque	-0,01%	(1)	-0,06%
Prime de risque du marché	8,94%	(2)	8,28%
Bêta désendetté	n.c.	(3)	0,91
D/E	30,0%	(4)	20,0%
Bêta réendetté	1,05	(5)	1,05
Prime de taille	3,58%	(6)	3,85%
Coût des fonds propres	12,96%	(7)	12,4%
Coût de la dette avant impôt	3,16%	(8)	2,95%
Taux d'impôt	28,0%	(9)	25,0%
Coût de la dette après impôts	2,28%		2,21%
D/(D+E)	23%		17%
E/(D+E)	77%		83%
Coût moyen pondéré du capital	10,5%	(10)	10,7%
(1) Taux des OAT 10 ans - moy. 3 mois au 11/02/2020 (2) Prime de risque Bloomberg - moyenne 3 mois (3) Bêta sectoriel Damodaran - Computer Services Europe (4) Gearing cible estimé par l'établissement présentateur (5) Formule de Hamada (6) Duff & Phelps - 2016 Valuation Handbook (7) Formule du MEDAF (8) Coût moyen de la dette de B&D 2019 (9) Taux d'imposition effectif de B&D (10) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$ <i>Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 4.3.2.4 du présent rapport</i>			

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées indiquées dans ce tableau, notamment concernant la prime de risque du marché actions et du gearing cible obtenu.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,5%) est légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (10,7%) et reste cohérent.

5.2.2.3 Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 44,0m€ au 31 décembre 2019 intégrant la dette financière (60,5m€), la trésorerie nette au 31 décembre 2019 (20,1m€), des provisions pour risques et charges (9,3m€), des autres immobilisations financières (1,2m€), des intérêts minoritaires (0,5m€) et la valeur actualisée des déficits fiscaux reportables (5,0m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 32,8m€ au 31 décembre 2019 sur la base du calcul détaillé dans la partie 4 du présent rapport, l'écart portant sur les créances de CIR et CICE que nous avons traitées en ajustement de dette nette.

5.2.2.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 5,11€ et se situe en deçà de notre valeur (6,01€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du traitement que nous avons retenu concernant le niveau de BFR sur la durée du plan d'affaires et de la période extrapolée.

5.2.2.5 Transactions récentes sur le capital de Business & Decision

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu en synthèse le prix le plus élevé (7,93€) des transactions portant sur l'acquisition par le groupe Orange via sa filiale

Orange Business Services³⁷, actionnaire principal de Business & Decision, des 7.379.807 actions qu'il détient et représentant 93,62% du capital de la Société.

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions comme référence d'appréciation du prix de l'action Business & Decision pour les raisons évoquées précédemment tout en faisant référence à l'ensemble des prix payés par le groupe Orange.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Business & Decision retenue par référence à ces transactions.

5.2.3 Méthode des comparables boursiers

5.2.3.1 *Choix de l'échantillon*

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de sept sociétés ESN françaises évoluant principalement en France qui sont de tailles relativement similaires à celle de Business & Decision.

5.2.3.2 *Choix des multiples et méthodologie*

Le ratio médian retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBIT est pertinent.

Les multiples médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à des EBIT 2020 et 2021 de Business & Decision, calculés sur la base d'un taux de marge normative d'EBIT de 4,9% issu des travaux d'extrapolation de l'établissement présentateur et appliqué aux chiffres d'affaires anticipés par la Société dans son plan d'affaires pour 2020 et 2021.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 49,0m€ au 31 décembre 2019 alors que nous avons retenu un montant de 32,8m€ qui intègre notamment les créances de CIR et CICE actualisées.

5.2.3.3 *Conclusion sur la méthode des comparables*

La valeur de l'action Business & Decision obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 2,06€ et 3,25€.

Pour notre part, en obtenant par la méthodologie explicitée préalablement une valeur d'entreprise sur les exercices 2020, 2021 et 2022 inférieure au montant de la dette nette ajustée de Business & Decision et par conséquent une valeur des fonds propres négative, nous avons décidé de ne pas retenir cette méthode de valorisation.

³⁷ depuis le 5 juin 2018 (acquisition du bloc majoritaire) jusqu'au 10 décembre 2019 (acquisition auprès de la famille Bensabat par exercice de la promesse de vente)

6 Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Il est rappelé que le présent rapport a été finalisé et présenté au conseil d'administration de Business & Decision le 2 avril 2020 et que les éléments présentés sur lesquels sont fondés notre évaluation et notamment le plan d'affaires n'incluent pas l'arrivée récente du Coronavirus (COVID-19) en France et dans le monde et ses effets qui sont multiples. Ces effets auraient probablement globalement un impact négatif sur la valeur intrinsèque de la Société, ceux-ci étant difficilement commensurables à ce jour. L'approche d'évaluation retenue dans le présent rapport, qui fait abstraction des effets du Coronavirus, maximise donc, en synthèse, la valeur de la Société.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 7,93€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence		7,93 €			
Acquisition du bloc majoritaire* - 5 juin 2018 & 10 décembre 2019		n.a		7,70 €	3,0%
Acquisition d'actions dans le cadre de l'OPAS** - juin/juillet 2018		n.a		7,93 €	0,0%
Acquisition d'actions sur le marché et hors marché depuis l'OPAS*** - octobre 2018 à mai 2019		n.a		7,81€ - 7,93€	0,0% - 1,5%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	4,13 €	5,11 €	6,08 €	6,01 €	32,0%
Méthodes secondaires :					
Référence au cours de bourse****					
Cours spot (au 11 février 2020)		7,65 €		7,65 €	3,7%
Cours moyen pondéré 20 jours		7,71 €		7,71 €	2,8%
Cours moyen pondéré 60 jours		7,70 €		7,70 €	3,0%
Cours moyen pondéré 6 mois		7,65 €		n.a	n.a.
Cours moyen pondéré 12 mois		7,60 €		n.a	n.a.
Méthode des comparables boursiers	2,06 €	n.a.	3,25 €	n.a	n.a.
Référence à l'actif net comptable		2,67 €		n.a	n.a.

n.a. : non applicable

*67,57% du capital (62,69% via l'acquisition conclue le 25 octobre 2017 et finalisée 5 octobre 2018 et 4,88% via la conclusion de promesses croisées signées le 10 mai 2018 et exercées le 10 décembre 2019)

**22,72% du capital (3,59% via l'acquisition d'actions sur le marché pendant la période d'offre du 12 au 14 juin 2018 et 19,13% via l'acquisition d'actions entre la date d'ouverture et la date de clôture de l'offre du 29 juin au 19 juillet inclus)

***retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur

****retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 11 février 2020 (dernier jour d'échange avant l'annonce de l'opération)

Il est rappelé que le 5 juin 2018, suite aux négociations exclusives annoncées le 18 mai 2017 et la conclusion d'un contrat initial le 26 octobre 2017, le groupe Orange, par l'intermédiaire de sa filiale Orange Business Services, a conclu le contrat amendé, portant sur l'acquisition par Orange Business Services de 4.658.613 actions Business & Decision (59,10% du capital), à un prix unitaire de 7,70€, des promesses croisées d'achat et de vente portant sur 384.490 actions Business & Decision (4,88% du capital) ayant été conclues au préalable le 10 mai 2018 au même prix unitaire et exercées le 10 décembre 2019.

A la suite de l'acquisition du bloc majoritaire, le groupe Orange, par l'intermédiaire de sa filiale Orange Business Services, a déposé le 6 juin 2018 un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les titres non détenus par ce dernier à la date de l'offre (hors Actions Sous Promesses). Pendant la période d'offre, Orange Business Services a acquis 282.203 actions (3,59% du capital) du 12 au 14 juin 2018 puis 1.508.140 actions (19,13% du capital) du 29 juin (date d'ouverture de l'offre) au 19 juillet inclus (date de clôture de l'offre) au prix de l'Offre, soit 7,93€ par action Business & Decision.

D'octobre 2018 à mai 2019, Orange Business Services a acquis 546.305 actions (6,93% du capital) sur le marché et hors marché à des prix compris entre 7,81€ et 7,93€, le prix le plus élevé de ces transactions étant égal au prix d'Offre.

L'ensemble de ces transactions, qui conservent un caractère relativement récent dans la mesure où elles remontent à moins de deux ans, constituent des références significatives car elles portent sur une part importante du capital de Business & Decision.

Le prix offert dans le cadre de la présente Offre (7,93€) est légèrement supérieur à celui obtenu par les Actionnaires Cédants du bloc majoritaire (7,70€) dans le cadre de la transaction conclue le 5 juin 2018 et est équivalent à celui reçu par les autres actionnaires cédants dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (7,93€) ouverte en juin et clôturée en juillet 2018 et dans le cadre des acquisitions sur le marché et hors marché entre octobre 2018 et mai 2019 ; et ce dans un contexte de dégradation des résultats déficitaires entre l'exercice 2018 et l'exercice 2019.

La transaction de juin 2018 et l'offre de juin/juillet 2018 ont été réalisées sur la base notamment d'un plan d'affaires qui n'a pas été réalisé à ce jour, les objectifs initiaux du plan d'affaires n'ayant pas été pour l'instant concrétisés. La référence à cette transaction maximise donc la valeur.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 7,70€ (prix d'acquisition par le groupe Orange du bloc majoritaire aux Actionnaires Cédants) à 7,93€ (prix d'acquisition par Orange aux autres actionnaires dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et prix le plus élevé des acquisitions par le groupe Orange d'octobre 2018 à mai 2019) pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Business & Decision ;
- 6,01€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 7,70€ (cours moyen 60 jours) à 7,71€ (cours moyen 20 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 7,93€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 3,0% sur le prix d'acquisition par le groupe Orange du bloc majoritaire aux Actionnaires Cédants, et ni prime ni décote sur le prix d'acquisition par Orange aux autres actionnaires dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et sur le prix le plus élevé des acquisitions par le groupe Orange d'octobre 2018 à mai 2019 ;
- présente une prime de 32,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés.
- présente des primes de 2,8% (cours moyen 20 jours) à 3,0% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;

L'Offre permet aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate de l'intégralité de leur participation et une sortie du capital dans des conditions de prix similaires aux transactions de juin 2018 dans un contexte de dégradation des résultats de la Société depuis 2018. Le prix d'Offre est égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur depuis son entrée au capital en juin 2018. Il présente une prime sur la valeur extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisées et sur la référence au cours de bourse.

A l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre par l'initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 7,93€ par action, égale au prix d'Offre.

Les actionnaires de la Société ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leur actions au prix d'Offre, soit 7,93€, ou bien de se faire indemniser au même prix dans le cadre de la mise en œuvre par l'initiateur du retrait obligatoire.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire proposant un prix de 7,93€ par action Business & Decision est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Business & Decision.

Fait à Paris, le 2 avril 2020

L'expert indépendant

Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission



Paris, le 24 février 2020

Monsieur Olivier Grivillers
Cabinet Crowe HAF
85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret

Cher Monsieur,

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait – Retrait Obligatoire initiée par notre actionnaire majoritaire le groupe Orange qui détient aujourd'hui via sa filiale Orange Business Services 93,62% du capital de la société Business & Decision, le Conseil d'administration de cette dernière doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

A cette fin, le Conseil d'administration de Business & Decision en date du 11 février 2020 a constitué un Comité ad hoc avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un Expert Indépendant et de suivre ses travaux.

Le Comité ad hoc a recommandé votre Cabinet au Conseil d'administration de Business & Decision du 17 février 2020, sur la base de votre proposition de service détaillée datée du 23 janvier 2020 et d'entretiens complémentaires tenus le 14 février 2020,

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de Business & Decision vous a désigné le 17 février en qualité d'expert indépendant et m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité ad hoc.

1) Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de Business & Decision, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Business & Decision qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

2) Calendrier de la mission

Le calendrier prévu de l'opération serait le suivant :

Date	Action
12 février 2020	Communiqué de presse relatif à l'annonce de l'opération
17 février 2020	Nomination de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
Semaine du 24 février 2020	Réunion de lancement entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
[3 mars] 2020	Conseil d'Administration de B&D SA se prononçant sur le plan d'affaires de la société
Semaines du 16 et 23 mars 2020	Réunions intermédiaires entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
30 mars 2020	Réunion de synthèse entre le Comité ad hoc et l'expert indépendant
[31 mars] 2020	Remise par l'expert indépendant de son rapport
2 avril 2020	Conseil d'Administration de B&D SA pour émettre son avis motivé sur la note en réponse
3 avril 2020	Dépôt du projet de note en réponse
28 avril 2020	Collège de l'AMF
30 avril au 14 mai 2020	Période d'offre envisagée

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez 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 vingt 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 ce délai.

3) Cadre réglementaire de votre mission

Le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général. Celles-ci ont été homologuées par arrêté du 20 janvier 2020, publié au Journal officiel du 7 février 2020. L'instruction DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, l'instruction DOC-2006-08 sur l'expertise indépendante et la recommandation DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante ont également été amendées.

Vos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF modifié, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020.

4) Méthodologie envisagée

L'évaluation de la société Business & Decision sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritères.

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)
- Méthode des sociétés cotées comparables
- Méthode des transactions comparables
- Analyse et référence cours de bourse
- Référence et analyse de l'accord de cessions d'actions Business & Decision conclu entre les actionnaires cédants et le groupe Orange et de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par le groupe Orange en juin 2018

La société Business & Decision s'engage à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de vos diligences.

5) Conflits d'intérêts

Nous avons compris qu'Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Vous nous avez notamment précisé que, Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de Business & Decision au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

6) Approche de la mission

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- Des entretiens avec le management de la société.
- Des entretiens réguliers avec le Comité ad hoc dont les principales étapes sont proposées dans le calendrier de l'opération sus mentionné au 2) de la présente lettre de mission
- La prise de connaissance et l'analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre
- L'analyse des éléments prévisionnels de la société (budget et plan d'affaires)
- L'évaluation du Groupe Business & Decision en application de la réglementation de l'AMF (approche multicritères détaillée ci-dessus)
- La rédaction de votre rapport
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées,



Pierre-Louis Biaggi

Directeur Général