OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT (L'« OFFRE ») INITIEE PAR

PORTANT SUR 6.000.000 DE SES PROPRES ACTIONS
EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL

présentée par

CRÉDIT AGRICOLE CIB

ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR, GARANT ET CONSEIL FINANCIER

BNP PARIBAS

ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR ET CONSEIL FINANCIER

SOCIETE GENERALE
Corporate & Investment Banking

ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR ET CONSEIL FINANCIER

et conseillée par

NATIXIS PARTNERS

CONSEIL FINANCIER

PRIX DE L'OFFRE : 37,50 € PAR ACTION
DUREE DE L'OFFRE : 21 JOURS CALENDAIRES

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR ASSYSTEM

AVIS IMPORTANT

L'Offre sera ouverte, conformément aux dispositions des articles 231-32 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement d'une part, à la diffusion par Assystem d'un communiqué, indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par voie de rachat et annulation d'actions a été valablement adoptée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Assystem du 22 novembre 2017 et, d'autre part, à la publication par Assytem des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires.

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« **l'AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 31 octobre 2017, apposé le visa n° 17-570 en date du 31 octobre 2017 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Assystem et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Assystem (www.assystem.com), et peut être obtenue sans frais auprès de :

- Assystem : 70 Boulevard de Courcelles, 75017 Paris ; et
- Crédit Agricole Corporate and Investment Bank : 12 Place des États Unis, 92120 Montrouge ;
- BNP Paribas : 4 rue d'Antin, 75002, Paris ;
- Société Générale : CORI/COR/FRA, 75886 Paris Cedex 18.

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Assystem seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OPERATION 1

1.1 Conditions générales de l'Offre 1

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société 1

1.2.1 Motifs de l'Offre 1

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote d'Assystem avant l'Offre 2

1.2.3 Intentions de la Société pour les douze mois à venir 3

1.3 Caractéristiques de l'Offre 4

1.3.1 Conditions de l'Offre 4

1.3.2 Termes de l'Offre 4

1.3.3 Titres visés par l'Offre 5

1.3.4 Mécanismes de réduction 5

1.3.5 Modalités de l'Offre 6

1.3.6 Transmission des demandes de rachat par les actionnaires 6

1.3.7 Règlement du prix – annulation des actions rachetées 7

1.3.8 Calendrier indicatif de l'Offre 7

1.3.9 Engagements des principaux actionnaires d'Assystem 9

1.3.10 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 9

1.4 Régime fiscal de l'Offre 10

1.4.1 Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel. 10

1.4.2 Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés 12

1.4.3 Actionnaires non-résidents 13

1.4.4 Autres situations 13

1.4.5 Droit d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières 13

1.5 Modalités de financement et frais liés à l'Offre 13

1.6 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'Assystem 14

1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote 14

1.6.2 Incidence sur les comptes d'Assystem 15

1.6.3 Incidence sur la capitalisation boursière 16

1.6.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue 16

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE 17

2.1 Références et méthodes d'évaluation 17

2.2 Éléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation 18

2.2.1 Données et projections financières servant de base à l'évaluation 18
2.2.2 Éléments de passage entre la valeur de l'entreprise et la valeur des fonds propres 18
2.2.3 Nombre d'actions dilué 19
2.3 Références et méthodes d'évaluations retenues 20
2.3.1 Analyse du cours de bourse 20
2.3.2 Objectifs de cours des analystes 21
2.3.3 Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables 21
2.3.4 Valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles 23
2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre 26
3. Rapport de l'expert indépendant 27
4. Avis motivé du conseil d'administration de la société 102
5. Informations relatives à la société 103
6. Personnes assumant la responsabilité de la note d'information 104

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Conditions générales de l'Offre

Le Conseil d'administration de la société Assystem, société anonyme au capital de 22.218.216 € dont le siège social est situé à Paris, 70 boulevard de Courcelles (75017) et dont le numéro d'immatriculation est 412 076 937 RCS de Paris (ci-après « **Assystem** » ou la « **Société** ») a, dans sa séance du 16 octobre 2017, décidé de soumettre à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Assystem convoquée pour le 22 novembre 2017 (l'« **Assemblée Générale Extraordinaire** »), une résolution relative à une réduction du capital de la Société d'un montant nominal maximal de 6.000.000 € par rachat d'un maximum de 6.000.000 d'actions de la Société de 1 € de valeur nominale unitaire, par voie d'offre publique de rachat (ci-après l'« **Offre** ») en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce. Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sur le Compartiment B, sous le code ISIN FR0000074148.

Cette Offre est régie par les dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre, au prix de 37,50 € par action Assystem, porte sur un maximum de 6.000.000 d'actions représentant, à la date de la présente note d'information, (i) 27,00% du capital et au moins 27,28% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 22.218.216 actions et 35.933.182 droits de vote théoriques de la Société[1] et (ii) 28,35% du nombre total d'actions de la Société en circulation, sur la base d'un nombre total d'actions en circulation à cette date de 21.160.644 actions (soit le nombre total d'actions composant le capital de la Société sous déduction du nombre d'actions auto-détenues à cette date).

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, BNP Paribas et Société Générale (les « **Établissements Présentateurs** »), étant précisé que seul Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

Par communiqué de presse en date du 11 mai 2017, la Société a annoncé avoir conclu avec Ardian, société d'investissement privé (« **Ardian** ») un protocole d'accord en vue de lui céder 60% de sa division de R&D externalisée Global Product Solutions (« **GPS** »), tout en restant associée au développement de GPS à hauteur de 40% (« **l'Opération avec Ardian** »).

À la suite de l'approbation par les actionnaires de la Société, réunis en assemblée générale le 5 juillet 2017, de l'Opération avec Ardian, la Société et Ardian ont conclu (i) un protocole d'investissement en date du 19 juillet 2017, modifié par voie d'avenant en date du 27 septembre 2017, lequel prévoyait entre autres la réalisation d'un certain nombre d'opérations et de transferts préalables en vue de la cession du contrôle des sociétés comprises dans le champ de la division GPS, ainsi que les principales modalités de financement et d'investissement envisagées, (ii) un contrat cadre d'apport et de cession d'actions en date du 14 septembre 2017, modifié par voie d'avenant en date du 27 septembre 2017, ayant pour objet de définir les termes et conditions de réalisation du transfert des titres des sociétés comprises dans le champ de la division GPS à un véhicule d'acquisition dénommé Assystem Technologies et (iii) un pacte d'associés liant les différents associés de la holding de reprise dénommée Assystem Technologies Groupe.

Préalablement à la conclusion des accords susvisés, la société HDL Development, actionnaire de contrôle de la Société, a sollicité de l'AMF confirmation de ce que l'Opération avec Ardian ne donnerait pas lieu à la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 de son règlement général, en faisant notamment valoir que le prix offert par Ardian pour la division GPS permettrait à la Société (i) de

[1] À la date de la présente note d'information, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF et en tenant compte de l'engagement d'apport à l'Offre d'HDL Development (voir section 1.3.9).

poursuivre le développement de son activité historique, notamment par l'intermédiaire d'un investissement de l'ordre de 125 M€ au capital de la société New Areva NP, (ii) de financer une offre publique de rachat d'actions d'un montant d'au moins 200 M€ et portant sur un minimum de 25% du nombre d'actions Assystem en circulation et (iii) d'investir le solde dans l'accélération de la croissance de sa division « *Energy & Infrastructure* ». Aux termes d'un avis en date du 19 juillet 2017 (Avis AMF 2017C1632), l'AMF a considéré que les conditions de cession du contrôle de la division GPS et de réemploi des fonds ainsi dégagés n'affecteraient pas les droits et intérêts des actionnaires de la Société de nature à justifier la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF.

Au résultat de la réalisation de l'Opération avec Ardian, intervenue le 28 septembre 2017, la division GPS a été transférée à Assystem Technologies, véhicule d'acquisition détenu à 100% par la société Assystem Technologies Services, elle-même détenue à 100% par la holding de reprise Assystem Technologies Groupe, au sein de laquelle Ardian et Assystem sont actionnaires à hauteur respectivement d'environ 60% et 40%.

Dans ce contexte, et conformément aux engagements pris par elle dans le cadre de la décision de non-lieu à offre publique de retrait susvisée, la Société propose d'allouer aux actionnaires une partie du produit de cession *via* un rachat d'actions, le reste du produit de cession devant donc être employé par Assystem pour financer (i) l'investissement envisagé dans New Areva NP aux termes de l'accord conclu entre EDF, Areva et Assystem le 7 juillet 2017 et (ii) l'accélération de la croissance de sa division *«Energy & Infrastructure»*.

Le prix de l'Offre fait apparaître une prime de 18,3% par rapport au cours de clôture du 16 octobre 2017, dernier jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre à l'AMF, et une prime de 14,6% et 19,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes, sur une période d'un mois et de 12 mois, respectivement, précédant le 17 octobre 2017.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote d'Assystem avant l'Offre

Au 17 octobre 2017, date de dépôt de l'Offre, HDL Development détenait 13.478.407 actions de la Société représentant 60,66% du capital social et 74,89% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 22.218.216 actions et 35.996.906 droits de vote théoriques de la Société[2], et 63,70% des 21.160.644 actions alors en circulation.

Dans le cadre des modalités de départ d'un ancien dirigeant de la division GPS, par ailleurs associé d'HDL Development, cette dernière a, en date du 24 octobre 2017, octroyé audit dirigeant 63.724 actions Assystem, représentant 0,29% du capital de la Société en paiement du prix de rachat par HDL Development d'actions de préférence détenues par ledit dirigeant au capital d'HDL Development, étant précisé que 45.626 desdites actions Assystem ainsi reçues en paiement par ledit dirigeant sont soumises à engagement de conservation jusqu'en février 2020. Cette opération a fait l'objet d'une déclaration à l'AMF en date du 24 octobre 2017 conformément au dernier paragraphe de l'article 231-46, II du Règlement général de l'AMF, déclaration rendue publique sur le site de cette dernière. À l'issue de cette opération, HDL Development détient 13.414.683 actions de la Société représentant 60,38% du capital social et 74,66% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 22.218.216 actions et 35.933.182 droits de vote théoriques de la Société[3], et 63,39% des 21.160.644 actions en circulation à la date de la présente note d'information.

En conséquence de ce qui précède, l'engagement d'apport à l'Offre d'HDL Development est adapté en conséquence (voir Section 1.3.9), l'intention de cette dernière étant de maintenir son niveau de participation en pourcentage du nombre d'actions en circulation en cas de plein succès de l'Offre. Ainsi, HDL Development apportera à l'Offre 3.803.670 actions sur le total de 13.414.683 actions qu'elle détient, soit environ 63,39% du nombre maximum d'actions sur lequel porte l'Offre, pourcentage égal à sa quote-part du nombre d'actions Assystem en circulation à la date de la présente note d'information.

---

[2] Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

[3] À la date de la présente note d'information, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Répartition du capital au 31 octobre 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% du nombre d'actions en circulation	Nombre de droits de vote théoriques (1)	% des droits de vote théoriques
HDL(2)	50.000	0,23%	0,24%	50.000	0,14%
HDL Development (3)	13.414.683	60,38%	63,39%	26.829.366	74,66%
Sous-total HDL(4)	*13.464.683*	*60,60%*	*63,63%*	*26.879.366*	*74,80%*
Public	7.695.961	34,64%	36,37%	7.996.244	22,25%
Sous-total actions en circulation	***21.160.644***	***95,24%***	***100%***	***34.875.610***	***97,06%***
Auto-détention	1.057.572	4,76%	-	1.057.572	2,94%
TOTAL	**22.218.216**	**100%**	-	**35.933.182**	**100%**

(1) En application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

(2) La société HDL est directement contrôlée par Monsieur Dominique Louis.

(3) La société HDL Development est directement contrôlée par la société HDL et indirectement contrôlée par Monsieur Dominique Louis.

(4) Directement et indirectement.

1.2.3 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie et orientation en matière d'activité

À la suite de l'Opération avec Ardian, la Société a décidé de recentrer ses activités sur son pôle « *Energy & Infrastructure* » avec pour objectif d'accélérer le développement de cette division. Cette accélération pourrait notamment passer par des acquisitions, dans les géographies principales d'Assystem et dans les métiers de la division « *Energy & Infrastructure* », centrées sur les secteurs d'activités déjà couverts par la division et les besoins des clients dans ces secteurs. Ce recentrage doit s'accompagner, dans le cadre d'un renforcement du partenariat existant entre Assystem et EDF, d'une prise de participation minoritaire à hauteur de 5% dans le capital de New Areva NP dont la réalisation est prévue pour la fin d'année 2017.

Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

La réalisation de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de la direction générale d'Assystem.

Conséquence en matière d'emploi

Aucun changement n'est attendu en matière d'emploi du fait de l'Offre.

Actions auto-détenues

La Société prévoit d'annuler, concomitamment à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre, 550.000 actions Assystem auto-détenues sur les 1.057.572 actions Assystem auto-détenues au 31 octobre 2017, dans le cadre de l'autorisation donnée aux termes de la dix-huitième résolution de l'assemblée générale mixte en date du 16 mai 2017 au Conseil d'administration de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions auto-détenues.

Les 550.000 actions susvisées proviennent de rachats par la Société dans le cadre de programmes de rachat approuvés par les actionnaires réunis en assemblées générales au titre de l'objectif de croissance externe. Ces rachats ont été interrompus en août 2016, le prix maximum de rachat n'ayant jamais dépassé 24,00 €.

Statut juridique de la Société

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter les conséquences de la réalisation de la réduction de capital consécutive à la réalisation de l'Offre.

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

La Société n'a pas l'intention de demander la radiation de ses actions d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

La société HDL Development a déclaré ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique de retrait, ni de demander la radiation des actions Assystem d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

Distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société sera poursuivie de manière pragmatique sur la base de la nouvelle configuration du groupe post Opération avec Ardian, post investissement dans New Areva NP et en fonction de ses résultats et de ses perspectives, la Société envisageant à ce jour de poursuivre la distribution d'un dividende annuel de 1 € par action.

Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

S'agissant d'une offre publique de rachat par Assystem de ses propres actions en vue de leur annulation, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, BNP Paribas et Société Générale, agissant pour le compte d'Assystem, ont déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, laquelle l'a déclaré conforme dans les conditions précisées au paragraphe 1.3.5 ci-après. L'Offre sera mise en œuvre sous réserve de l'approbation, par l'Assemblée Générale Extraordinaire, de la résolution relative à la décision de la Société de procéder à une réduction de capital d'un montant nominal maximum de 6.000.000 € par rachat d'au maximum 6.000.000 de ses propres actions par voie d'offre publique de rachat, en vue de leur annulation.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, seul Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Assystem dans le cadre de l'Offre.

1.3.2 Termes de l'Offre

À l'issue de l'Assemblée Générale Extraordinaire et sous réserve qu'elle ait approuvé la résolution nécessaire, la Société proposera à ses actionnaires de racheter en numéraire au prix de 37,50 € par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 6.000.000 d'actions de la Société en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

La Société diffusera le 22 novembre 2017, dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si la résolution ci-dessus a été approuvée par ladite Assemblée Générale

Extraordinaire. Ce communiqué sera mis en ligne sur le site Internet de la Société (http://www.assystem.com).

1.3.3 Titres visés par l'Offre

À la date de la présente note d'information, le capital de la Société est composé de 22.218.216 actions et 35.933.182 droits de vote théoriques.

Comme indiqué ci-avant, l'Offre porte sur un nombre maximum de 6.000.000 d'actions, soit à la date de la présente note d'information (i) 27,00% du capital et au moins 27,28% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 22.218.216 actions et 35.933.182 droits de vote théoriques de la Société[4] et (ii) 28,35% du nombre total d'actions de la Société en circulation, sur la base d'un nombre total d'actions en circulation à cette date de 21.160.644 actions (soit le nombre total d'actions composant le capital de la Société sous déduction du nombre d'actions auto-détenues à cette date).

Instruments financiers ou droits pouvant donner accès au capital d'Assystem

Le détail des instruments financiers ou droits pouvant donner accès au capital d'Assystem à la date de la présente note d'information figure ci-après :

Attributions d'actions gratuites ou de performance

Au titre des plans d'actions de performance existants à la date de la présente note d'information (i) 253.690 actions de performance ont été attribuées et sont en cours de période d'acquisition et (ii) 16.000 actions de performance ont été livrées et restent soumises à une période de conservation expirant après la date de clôture de l'Offre.

Les actions de performance non encore livrées (soit 253.690 actions) ne feront pas l'objet d'un ajustement. Les actions de performance livrées mais soumises à une période de conservation expirant après la date de clôture de l'Offre (soit 16.000 actions) ne pourront être apportées à l'Offre sauf exceptions prévues par les plans concernés. Elles ne feront pas non plus l'objet d'un ajustement.

À l'exception des actions de performance susvisées, il n'existe à la date de la présente note d'information aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.4 Mécanismes de réduction

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce.

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées aux actionnaires.

[4] À la date de la présente note d'information, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF et en tenant compte de l'engagement d'apport à l'offre d'HDL Development (voir section 1.3.9).

1.3.5 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, BNP Paribas et Société Générale, agissant pour le compte de la Société, ont déposé le 17 octobre 2017 auprès de l'AMF le projet d'Offre, dont la mise en œuvre est subordonnée à l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la résolution relative à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) le 17 octobre 2017 sous le numéro 217C2436.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du projet de note d'information auprès du public par la Société, a été diffusé le 17 octobre 2017.

L'AMF a déclaré le projet d'Offre conforme le 31 octobre 2017 après en avoir vérifié la conformité avec les dispositions légales et réglementaires. Cette décision de conformité emporte visa de la note d'information sous le numéro 17-570.

L'Offre sera ouverte le 24 novembre 2017 après diffusion par la Société, prévue le 22 novembre 2017, d'un communiqué de presse dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale Extraordinaire, et postérieurement à la publication par la Société, prévue le 24 novembre 2017, des avis d'achat visés aux articles R 225-153 et R 225-154 du Code de commerce.

Le calendrier indicatif de l'Offre figure section 1.3.8 ci-après.

Conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la note d'information visée par l'AMF est mise à disposition gratuitement au siège de la Société, 70, boulevard de Courcelles, 75017, Paris, ainsi qu'auprès des Établissements Présentateurs dont les coordonnées figurent ci-avant. Elle est également mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF. Conformément à l'article 231-27, la Société diffusera un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, les autres informations relatives à la Société (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement dans les mêmes conditions. La Société diffusera des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et son calendrier. L'Offre sera ouverte pendant une durée de 21 jours calendaires. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

1.3.6 Transmission des demandes de rachat par les actionnaires

Les actionnaires d'Assystem qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'Offre suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier auprès duquel leurs actions sont inscrites en compte.

Les ordres d'apport à l'Offre devront être transmis par les actionnaires à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Les actions Assystem inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par Société Générale Securities Services, CS 30812 - 44308 Nantes Cedex 3, devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander dans les meilleurs délais la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Il est rappelé que lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

Les actions présentées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

1.3.7 Règlement du prix – annulation des actions rachetées

L'Offre sera centralisée par Euronext Paris. Le paiement du prix de l'Offre de 37,50 € par action rachetée dans le cadre de l'Offre interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre, selon le calendrier de règlement livraison de l'Offre publié par Euronext Paris et après purge de toute opposition des créanciers et expiration du délai prévus à l'article L.225-205 du Code de commerce.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par Assystem dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce. Les actions annulées ne confèreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

1.3.8 Calendrier indicatif de l'Offre

17 octobre 2017	Diffusion, avant ouverture de la bourse, par la Société d'un communiqué annonçant les principales caractéristiques de l'Offre Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF Publication de l'avis de dépôt par l'AMF Mise en ligne sur le site de l'AMF et de la Société du projet de note d'information Mise à disposition du public du projet de note d'information au siège social de la Société et auprès des Établissements Présentateurs Diffusion par la Société d'un communiqué relatif à la mise à disposition du projet de note d'information (article 231-16 du règlement général de l'AMF)
31 octobre 2017	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information. La réalisation de l'Offre demeurera sous condition de la publication sous forme d'avis financier d'un communiqué de presse, dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale Extraordinaire Mise en ligne de la note d'information visée par l'AMF sur les sites internet de la Société et de l'AMF

	Mise à disposition du public de la note d'information visée par l'AMF au siège social de la Société et auprès des Établissements Présentateurs Diffusion par la Société d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF (article 231-27 du règlement général de l'AMF)
9 novembre 2017	Publication par la Société du chiffre d'affaires du 3ème trimestre
22 novembre 2017	Assemblée Générale Extraordinaire décidant la réduction de capital Dépôt auprès de l'AMF du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF Diffusion par la Société d'un communiqué annonçant l'approbation de la réduction de capital par l'Assemblée Générale Extraordinaire, levant la condition de l'Offre Mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF
23 novembre 2017	Dépôt au greffe du Tribunal de commerce de Paris du procès-verbal de l'Assemblée Générale Extraordinaire Début du délai d'opposition des créanciers (20 jours calendaires) Mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF au siège social de la Société et auprès des Établissements Présentateurs Diffusion par la Société d'un communiqué annonçant la mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (article 231-28 du règlement général de l'AMF) Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture et de calendrier Publication par Euronext Paris de l'avis relatif aux modalités de l'Offre et à son calendrier
24 novembre 2017	Publication des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires conformément aux articles R 225-153 et R 225-154 du Code de commerce Ouverture de l'Offre
13 décembre 2017	Expiration du délai d'opposition des créanciers
14 décembre 2017	Clôture de l'Offre

19 décembre 2017	Publication par l'AMF des résultats de l'Offre Publication par Euronext de l'avis relatif au résultat de l'Offre et aux modalités de Règlement-Livraison
22 décembre 2017	Règlement-Livraison des actions apportées à l'Offre Décision du Président Directeur Général de la Société (agissant sur délégation du Conseil d'administration de la Société) relative à la constatation (i) des résultats de l'Offre, (ii) de l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre et (iii) de la réduction corrélative du capital social

1.3.9 Engagements des principaux actionnaires d'Assystem

La société HDL Development a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 3.803.670 actions sur le total de 13.414683 actions qu'elle détient, soit environ 63,39% du nombre maximum d'actions sur lequel porte l'Offre, pourcentage égal à sa quote-part du nombre total d'actions Assystem en circulation à la date de la présente note d'information, de sorte à maintenir son niveau de participation en pourcentage du nombre d'actions en circulation dans l'hypothèse où le nombre d'actions acquises puis annulées au résultat de l'Offre serait égal au nombre maximum d'actions sur lequel porte l'Offre.

La société HDL, qui contrôle la société HDL Development, a pour ce qui la concerne fait part de son intention d'apporter les 50.000 actions Assystem qu'elle détient à l'Offre, soit environ 0,83% du nombre maximum d'actions sur lequel porte l'Offre.

À l'exception des engagements décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre engagement d'apport ou de non apport à l'Offre.

1.3.10 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite aux actionnaires d'Assystem situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du présent document, 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 n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni le présent document, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis ; l'Offre n'est donc pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra en aucune manière faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel elle fait l'objet de telles restrictions.

En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne de ces restrictions.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des

États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire d'Assystem 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 États-Unis de copie de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

1.4 Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section de la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société participant à l'Offre et ne sont données qu'à titre d'information générale : elles n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive des conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer à eux.

Les informations fiscales mentionnées dans la présente section sont fondées sur la législation fiscale française en vigueur à ce jour et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et règlementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) ou par un changement dans leur interprétation par l'administration fiscale française.

Il est recommandé aux actionnaires de s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent de plus se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence fiscale, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet État.

1.4.1 Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Impôt sur le revenu

Conformément à l'article 150-0 A II, 6 du Code général des impôts (« CGI »), le gain réalisé par l'actionnaire dans le cadre de l'Offre, égal à la différence entre le montant du rachat perçu par l'actionnaire et le prix d'acquisition ou de souscription des actions apportées à l'Offre par celui-ci, sera soumis à l'impôt sur le revenu en tant que plus-value de cession de valeurs mobilières.

Il sera imposé selon le barème progressif, après application, le cas échéant, d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI et égal à :

- 50% de son montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date du rachat ;

- 65% de son montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date du rachat.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Conformément à l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values sont imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes. Les actionnaires disposant de moins-values reportables ou réalisant une moins-value dans le cadre de l'Offre sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour s'informer sur les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Prélèvements sociaux

La plus-value de cession de valeurs mobilières réalisée par l'actionnaire dans le cadre de l'Offre, sans application de l'abattement pour durée de détention précité, sera par ailleurs soumise aux prélèvements sociaux au taux global de 15,5% comprenant :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG ») dont 5,1% sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,

- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,

- 4,5% au titre du prélèvement social et 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social, non déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu, et

- 2% au titre du prélèvement de solidarité non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu.

Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

Conformément à l'article 223 *sexies* du CGI, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI est soumis à une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus selon le barème suivant :

- pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés, la contribution est calculée en appliquant un taux de 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.001 € et 500.000 € et un taux de 4% au revenu fiscal de référence excédant 500.001 € ;

- pour les contribuables soumis à une imposition commune, la contribution est calculée en appliquant un taux de 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500.001 € et 1.000.000 € et un taux de 4% au revenu fiscal de référence excédant 1.000.001 €.

Les plus-values de cessions de valeurs mobilières sont prises en compte pour le calcul du revenu fiscal de référence.

Régime spécifique applicable au Plan d'Épargne en Actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent leurs actions dans un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, les produits et plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu ou aux prélèvements sociaux à condition d'être réinvestis dans le PEA.

Lors de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend de la date du premier versement, y compris en cas de retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie d'une exonération d'impôt sur le revenu et n'est pas pris en compte pour l'application de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus précitée mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-dessus, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle le gain a été constaté.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre; il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture

anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature (i.e. notamment ceux réalisés à l'occasion de la cession de droits sociaux et de valeurs mobilières soumises au régime de l'article 150-0 A du CGI, quel que soit leur taux d'imposition) réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

1.4.2 Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés

Les actionnaires personnes morales résidentes fiscales françaises participant à l'Offre réaliseront un gain ou une perte, égal à la différence entre le montant perçu par l'actionnaire et le prix de revient fiscal des actions rachetées. Ce gain (ou cette perte) sera soumis au régime fiscal des plus-values (ou des moins-values).

Régime de droit commun

Sauf application du régime des plus- ou moins-values à long terme, la plus- ou moins-value sera incluse dans le résultat fiscal de l'actionnaire soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, soit 33,1/3% majoré de la contribution sociale de 3,3% assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 € par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Toutefois, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes au cours de l'exercice, le cas échéant ramené à douze mois, est inférieur à 7.630.000 € et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75% (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) par des personnes physiques ou par des sociétés satisfaisant elles-mêmes à l'ensemble de ces conditions, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé, dans la limite de 38.120 € du bénéfice imposable par période de douze mois, à 15%. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Par ailleurs, les sociétés précitées, de même que celles satisfaisant à la définition des micros, petites et moyennes entreprises (moins de 250 salariés et chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou total de bilan n'excédant pas 43 M€), bénéficient, pour leur exercice ouvert en 2017, d'un taux d'impôt sur les sociétés de 28% sur leur résultat inférieur ou égal à 75.000 € (la fraction supérieure étant imposée au taux de droit commun de 33,1/3%) (article 219, I-c du CGI).

En cas de moins-value, celle-ci vient réduire le bénéfice imposable dans les conditions de droit commun.

Régime des plus-values à long terme

Conformément à l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation remplissant les conditions prévues par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI :

- les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable ; et

- les titres inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable et (x) acquis en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice ou (y) ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la Société.

Les titres de sociétés à prépondérance immobilière sont exclus de ce régime.

Les actionnaires détenant des actions susceptibles de constituer des titres de participations sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de vérifier le régime fiscal applicable à leur situation

particulière.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles fiscales spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les règles qui leur sont applicables.

1.4.3 Actionnaires non-résidents

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de rachat des actions dans le cadre de l'Offre réalisées par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou des personnes morales dont le siège social est situé hors de France, seront exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices, auquel cas l'imposition sera établie au taux de 45% (sous réserve des stipulations plus favorables prévues par une convention fiscale internationale) (articles 244 *bis* B et C du CGI).

Toutefois, et sous réserve de l'application des conventions fiscales, et quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société dont les titres sont cédés, ces plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 75%, lorsqu'elles sont réalisées par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 244 *bis* B du CGI) et dont la liste est publiée par arrêté ministériel et mise à jour en principe annuellement.

1.4.4 Autres situations

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les personnes physiques dont les opérations sur les actions de la Société sont réalisées en dehors du cadre de la simple gestion de portefeuille ou ayant inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

1.4.5 Droit d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières

La taxe sur les transactions financières ne s'applique pas dès lors que la capitalisation boursière de la Société reste inférieure à 1 milliard €.

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession d'actions négociées sur un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1 du code monétaire et financier dès lors qu'elle est réalisée en l'absence d'acte et qu'elle n'est pas présentée volontairement à l'enregistrement.

1.5 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (voir paragraphe ci-dessus 1.3.3 « Titres visés par l'Offre ») s'élèverait à un montant maximum d'environ 226 M€, qui se décomposerait comme suit :

- 225 M€ consacrés au paiement du prix d'acquisition de 100% des actions visées par l'Offre, et

- environ 1 M€ net d'impôts au titre des honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre (notamment les honoraires et frais des conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants de la Société, ainsi que les frais de communication et autres taxes et / ou commissions applicables).

Le financement de l'Offre sera réalisé au moyen de la trésorerie disponible de la Société résultant du produit net de l'Opération avec Ardian.

1.6 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'Assystem

1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote[5]

À la date de la présente note d'information, le capital d'Assystem est divisé en 22.218.216 actions. La répartition du capital et des droits de vote théoriques (au nombre de 35.933.182) à cette date, sur la base des seules déclarations reçues par Assystem de franchissements des seuils légaux visés au 1er alinéa de l'article L. 233-7 du Code de commerce, figure à la section 1.2.2 ci-avant. L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions apportées à l'Offre dans l'hypothèse selon laquelle 100% des actions visées par l'Offre étaient effectivement rachetées puis annulées :

Hypothèse d'un rachat effectif de 100% des actions visées

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% du nombre d'actions en circulation	Nombre de droits de vote théoriques (1)	% des droits de vote théoriques
HDL(2)	35.823	0,23%	0,24%	35.823	0,14%
HDL Development (3)	9.611.013	61,34%	63,39%	19.222.026	75,40%
Sous-total HDL(4)	*9.646.836*	*61,57%*	*63,63%*	*19.257.849*	*75,54%*
Public	5.513.808	35,19%	36,37%	5.728.947	22,47%
Sous-total actions en circulation	*15.160.644*	*96,76%*	*100%*	*24.986.796*	*98,01%*
Auto-détention (5)	507.572	3,24%	-	507.572	1,99%
TOTAL	15.668.216	100%	-	25.494.368	100%

(1) En application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, sur la base du capital et des droits de vote à la date de la présente note d'information.

(2) La société HDL est directement contrôlée par Monsieur Dominique Louis.

(3) La société HDL Development est directement contrôlée par la société HDL et indirectement contrôlée par Monsieur Dominique Louis.

(4) Directement et indirectement.

(5) Après annulation de 550.000 actions Assystem auto-détenues à l'issue de l'Offre (voir section 1.2.3).

[5] En retenant pour hypothèse (i) un rachat effectif de 100% des 6.000.000 d'actions visées par l'Offre, (ii) qu'HDL Development apporte à l'Offre 3.803.670 actions (voir section 1.3.9) et (iii) que les autres actionnaires apportent à l'Offre un nombre d'actions au moins égal au produit de leur quote-part du nombre d'actions Assystem en circulation à cette date par le nombre maximum d'actions sur lequel porte l'Offre.

1.6.2 Incidence sur les comptes d'Assystem

Impacts sur les capitaux propres consolidés

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres d'Assystem, qui figurent au tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés semestriels d'Assystem au 30 juin 2017 après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 6.000.000 d'actions (soit l'intégralité des actions visées par l'Offre) au prix de 37,50 € par action, soit un montant total de 226 M€ (frais nets d'impôt compris), puis annulation des actions rachetées ;

- Nombre d'actions en circulation au 30 juin 2017 de 15.159.469 post-annulation ;

- Prise d'effet du rachat d'actions au 30 juin 2017 ; et

- La prise en compte de l'Opération avec Ardian est calculée au 30 juin 2017 (afin de montrer l'incidence sur les comptes du groupe) ; pour mémoire cette opération a été effective le 28 septembre 2017.

	Avant rachat et annulation			**Après rachat et annulation et après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian**
	Avant prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian	**Estimation de l'effet de l'Opération avec Ardian**	**Après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian**	
Capitaux propres part du groupe (M€)	236,2	378,7	614,9	388,9
Trésorerie nette / (Endettement financier net) (M€)	(77,6) (1)	431,35 (2)	353,75	127,75
Nombre d'actions en circulation au 30 juin 2017	21.159.469	21.159.469	21.159.469	15.159.469
Capitaux propres par action (€)	11,16	17,90	29,06	25,66

(1) L'endettement net de la situation financière consolidée était de 77,6 M€ au 30 juin 2017, se décomposant en 50,1 M€ d'endettement net des activités poursuivies et 27,5 M€ dus par les sociétés du périmètre cédé à Assystem via des comptes courants.

(2) Dont 403,85 M€ d'impact net de frais de l'Opération avec Ardian (détails au paragraphe 2.2.2) et 27,5 M€ de remboursement de comptes courants entre Assystem et les sociétés du périmètre cédé.

Impacts sur le compte de résultat consolidé

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur le résultat consolidé d'Assystem, qui figurent au tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés semestriels d'Assystem au 30 juin 2017 après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 6.000.000 d'actions (soit l'intégralité des actions visées par l'Offre) au prix de 37,50 € par action, soit un montant total de 226 M€ (frais nets d'impôt compris), puis annulation des actions rachetées ;

- Nombre d'actions en circulation au 30 juin 2017 de 15.159.469, post-annulation ;

- Prise d'effet du rachat d'actions au 30 juin 2017 ; et

- La prise en compte de l'Opération avec Ardian est calculée au 30 juin 2017 (afin de montrer l'incidence sur les comptes du groupe) ; pour mémoire cette opération a été effective le 28 septembre 2017.

	Avant rachat et annulation			**Après rachat et annulation et après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian**
	Avant prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian	**Estimation de l'effet de l'Opération avec Ardian**	**Après prise en compte de l'impact de la réalisation de l'Opération avec Ardian**	
Résultat net part du groupe (M€) au cours du premier semestre 2017	21,4	378,7	400,1	400,1
Nombre d'actions en circulation au 30 juin 2017	21.159.469	21.159.469	21.159.469	15.159.469
Résultat net par action (€) pour le premier semestre 2017	1,01	17,90	18,91	26,39

1.6.3 Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de l'action Assystem au 16 octobre 2017 de 31,70 €, la capitalisation boursière s'élevait à 704 ,3 M€, sur la base de 22.218.216 actions.

Après réduction de capital, dans l'hypothèse où la totalité des 6.000.000 d'actions seraient apportées à l'Offre puis annulées, et compte tenu de l'annulation concomitante de 550.000 actions auto-détenues, le nombre d'actions composant le capital serait de 15.668.216 et la capitalisation boursière d'Assystem s'élèverait à 496,7 M€, sur la base du cours de clôture du 16 octobre 2017 de 31,70 €.

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

À l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance, à la date du dépôt de l'Offre, d'aucun accord ou engagement susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 37,50 € par action présentés ci-après ont été établis pour le compte de la Société par les Établissements Présentateurs, à partir d'informations publiques disponibles relatives à la Société, son secteur d'activité et ses comparables et des informations complémentaires spécifiques communiquées par l'équipe dirigeante de la Société dans le cadre d'échanges avec celle-ci. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part des Établissements Présentateurs.

Le prix de l'Offre a été analysé au regard d'une valorisation multicritères de la Société reposant sur les méthodes usuelles d'évaluation tout en prenant en compte les spécificités d'Assystem.

2.1 Références et méthodes d'évaluation

Afin d'apprécier le prix de l'Offre, l'analyse multicritères a été réalisée sur la base des références et méthodes d'évaluation suivantes :

- Références boursières :
  - Cours de bourse d'Assystem
  - Objectifs de cours des analystes
- Méthodes d'évaluation :
  - Multiples des comparables boursiers
  - Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Les méthodes de valorisation suivantes ont été écartées car elles ne sont pas pertinentes dans le cadre de l'opération envisagée :

- Transactions comparables :

  Cette méthode consiste à appliquer les multiples constatés lors de transactions portant sur une part majoritaire du capital de sociétés opérant dans des secteurs d'activité et des zones géographiques similaires et dont la taille, le positionnement et la rentabilité sont comparables.

  Cette méthode n'est pas applicable en l'espèce car la transaction envisagée ne constitue pas un changement de contrôle.

- Actif Net Comptable (ANC) :

  Cette méthode se fonde sur le montant des capitaux propres comptables par action.

  Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société se situant dans une optique de continuité d'exploitation et elle ne prend en compte ni les capacités bénéficiaires, ni les perspectives de croissance de la société.

  À titre indicatif, l'Actif Net Comptable par action au 30 juin 2017 est de 11,17 euros.

- Actif Net Réévalué (ANR) :

  Cette méthode consiste à évaluer la valeur de marché des différents actifs et passifs inscrits au bilan d'une société, en tenant compte des plus ou moins-values latentes à l'actif, au passif et des engagements hors bilan.

Elle apparaît peu pertinente dans la mesure où elle ne tient pas compte de la génération de trésorerie future et qu'elle ne vise pas à évaluer une entreprise se situant dans une optique de continuité d'exploitation dans laquelle les actifs n'ont pas vocation à être cédés.

– Actualisation des dividendes :

  Cette méthode consiste à évaluer une entreprise à partir de l'actualisation de ses dividendes futurs. Elle n'est pas retenue car elle est intrinsèquement liée à la politique de distribution d'une société et à ses éventuelles contraintes de financement.

2.2 Éléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation

2.2.1 Données et projections financières servant de base à l'évaluation

Les travaux d'évaluation réalisés par les Établissements Présentateurs reposent sur :

– Les derniers éléments financiers historiques disponibles, à savoir les comptes consolidés audités d'Assystem pour l'exercice annuel arrêté au 31 décembre 2016 ainsi que les comptes consolidés pour le semestre arrêté au 30 juin 2017 ayant fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes. Concernant le périmètre de la division GPS, renommée Assystem Technologies Groupe, Assystem a appliqué pour les comptes semestriels la norme IFRS 5 « Actifs non courants destinés à la vente et activités non poursuivies », considérant la cession prévue du contrôle de la division GPS à Ardian comme hautement probable.

– Des projections financières établies par les Établissements Présentateurs à partir d'un consensus de marché pour la période 2017-2019, la Société ayant demandé aux Établissements Présentateurs d'utiliser ce consensus qu'elle considère comme étant cohérent avec la trajectoire financière attendue, étant précisé qu'elle n'a pas préparé de plan d'affaires pouvant servir de base pour valoriser les activités poursuivies (i.e., « *Energy & Infrastructure* » et « *Staffing* ») après l'Opération avec Ardian.

– Ce consensus de marché a été réalisé à partir des notes d'analystes de recherche comprenant des estimations financières détaillées publiées suite à l'annonce des résultats semestriels d'Assystem le 11 septembre 2017 : Gilbert Dupont (13 septembre 2017), Kepler Cheuvreux (13 septembre 2017), Invest Securities (13 septembre 2017), Natixis (13 septembre 2017), Oddo Securities (13 septembre 2017) et CM-CIC (12 septembre 2017).

– Une extrapolation de ces projections financières par les Établissements Présentateurs pour la période 2020-2027.

– Des informations complémentaires spécifiques communiquées par l'équipe dirigeante de la Société dans le cadre d'échanges avec celle-ci (notamment relatives au taux d'impôt normatif).

2.2.2 Éléments de passage entre la valeur de l'entreprise et la valeur des fonds propres

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été établis à partir :

– de l'endettement financier net, estimé au 31 décembre 2017 (hors impact de l'Offre)

– d'autres éléments usuels d'ajustement calculés à partir du bilan disponible au 30 juin 2017.

Endettement financier net

Dans le cadre des hypothèses considérées pour les travaux de valorisation, la situation de trésorerie nette au 31 décembre 2017 (hors impact de l'Offre) s'élèverait à 264 M€ après impact de l'Opération avec Ardian et l'acquisition d'une participation dans « New Areva NP » conformément aux éléments suivants estimés par la Société :

- un endettement financier net de 50 M€ au 30 juin 2017,
- des flux de trésorerie des activités conservées entre le 30 juin 2017 et le 31 décembre 2017 de 35 M€, tel que communiqué par la Société dans son rapport semestriel,
- un impact net de l'Opération avec Ardian de 404 M€ (tel que détaillé dans le tableau ci-dessous),
- un impact de l'acquisition d'une participation dans « New Areva NP » de (125) M€.

Détails des éléments liés à l'Opération avec Ardian :

Impact net de l'Opération avec Ardian (M€)	
Produits de cession de la division GPS	547
Impôt et frais nets d'impôt	(18,87)
Réinvestissement dans Assystem Technologies Groupe	(124,28)
Total	**403,85**

Source : Société

Autres éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise

Participations et intérêts minoritaires

La participation dans Assystem Technologies Groupe, société détenue environ à 60% par Ardian et 40% par Assystem, et la participation prévue de 5% dans « New Areva NP » ont été retenues à leur prix d'acquisition effectif ou anticipé (respectivement 124 M€ et 125 M€).

Les autres titres non consolidés ont été retenus à leur valeur comptable pour un total de 0,7 M€ au 30 juin 2017.

Les intérêts minoritaires de 0,1 M€ ont été pris en compte à leur valeur comptable au 30 juin 2017.

Provisions

Les provisions pour retraites ont été prises en compte à leur valeur comptable au 30 juin 2017, après impact fiscal pour un montant total net de 8,2 M€.

Les provisions non courantes concernant des litiges ont été prises en compte à leur valeur comptable au 31 décembre 2016, pour un montant total de 7,3 M€.

Actifs d'impôt différé

Les Établissements Présentateurs notent que le montant des actifs d'impôt différé d'Assystem s'élevait à 9,3 M€ au 30 juin 2017, néanmoins, l'essentiel de ce montant sera utilisé dans le cadre de la taxation de la plus-value résultant de l'Opération avec Ardian. Ils n'ont donc pas fait l'objet d'une valorisation et ne sont pas inclus dans les ajustements de la valeur d'entreprise.

2.2.3 Nombre d'actions dilué

L'ensemble des valeurs par action présentées ci-après est obtenu en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions sur une base diluée au 16 octobre 2017.

Ce nombre d'actions correspond au nombre d'actions en circulation au 16 octobre 2017 (22.218.216 actions), ajusté du nombre d'actions auto-détenues (1.057.572 actions) et du nombre d'actions à provenir de l'attribution d'actions de performance (253.690 actions).

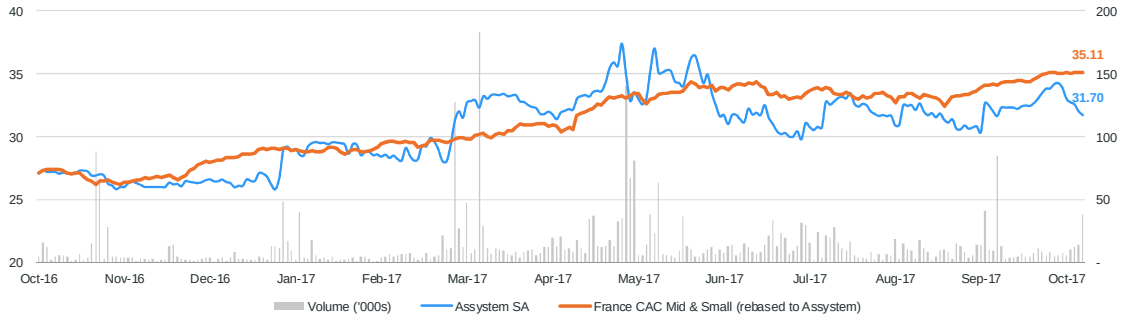
Le nombre total d'actions dilué après prise en compte de ces instruments dilutifs s'élève à 21.414.334 actions.

2.3 Références et méthodes d'évaluations retenues

2.3.1 Analyse du cours de bourse

Les actions Assystem sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000074148.

Le flottant étant significatif (35% du capital d'Assystem au 16/10/2017), le cours de bourse peut être considéré comme une indication pertinente de la valeur de l'action Assystem.



Source : FactSet au 16/10/2017

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 18,3% par rapport au cours de clôture du 16 octobre 2017, dernier cours précédant l'annonce des caractéristiques de l'Offre, et de 14,6% à 19,2% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes d'un mois à 1 an précédant le 17 octobre 2017, tels que présentés ci-après :

	Dernier cours avant l'annonce des caractéristiques de l'Offre (16/10/2017)	**Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)**	**Dernier cours avant l'annonce de l'Opération avec Ardian (10/05/2017)**	**Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)**
	31,7€	**18,3%**	**37,4 €**	**0,3%**
Cours moyens pondérés par les volumes	***Précédant le 17/10/2017***		***Précédant le 11/05/2017***	
1 mois	32,7€	14,6%	33,6 €	11,6%
3 mois	32,2€	16,6%	32,1 €	16,7%
6 mois	32,8€	14,2%	31,0 €	21,1%
1 an	31,5€	19,2%	27,7 €	35,6%
Plus haut 12 mois	37,4€ (10/05/2017)	0,3%	37,4€ (10/05/2017)	0,3%
Plus bas 12 mois	25,8€ (06/01/2017)	45,3%	21,5€ (17/06/2016)	74,7%

Source : FactSet au 16 octobre 2017

2.3.2 Objectifs de cours des analystes

Plusieurs analystes suivent la Société avec des recommandations et des objectifs de cours sur l'action Assystem. Le tableau ci-dessous présente un résumé des notes publiées entre le 11 septembre 2017, date de la publication des résultats du 1er semestre 2017, et le 17 octobre 2017, date de dépôt de l'Offre.

Objectifs de cours avant le 17 octobre 2017				
Analystes	**Date**	**Recommandation**	**Cours cible (€)**	**Prime/(décote) induite par le prix de l'Offre**
Gilbert Dupont	13/09/2017	Achat	39,0	*(3,8)%*
Kepler Cheuvreux	13/09/2017	Achat	38,5	*(2,6)%*
Invest Securities	13/09/2017	Neutre	31,0	*+21,0%*
Natixis	13/09/2017	Neutre	35,0	*+7,1%*
Oddo Securities	13/09/2017	Neutre	36,0	*+4,2%*
CM-CIC	12/09/2017	Vente	32,0	*+17,2%*
Moyenne			**35,3**	***+6,4%***
Médiane			*35,5*	*+5,6%*

Source : Analystes

La moyenne des objectifs de cours des analystes s'établit à 35,3 €. Le prix de l'Offre de 37,5 € fait ressortir une prime de 6,4% par rapport à cette moyenne.

2.3.3 Valorisation par application des multiples boursiers de sociétés comparables

Principe et échantillon retenu

Cette méthode consiste à appliquer aux données financières d'Assystem les multiples de sociétés cotées comparables.

Les Établissements Présentateurs ont ainsi considéré un échantillon de sociétés internationales présentes dans le domaine de l'ingénierie pour les secteurs Énergie et Infrastructures, avec une présence dans le nucléaire. Nous avons privilégié des sociétés exposées aux économies européennes et nord-américaines, où Assystem est présent. Les sociétés retenues sont Aecom (bureau d'études et de conseil en ingénierie américain opérant dans trois secteurs d'activité : Design and Consulting Services, Construction Services et Management Services), Altran (société française de conseil en innovation et ingénierie avancée, spécialisée dans les secteurs énergie, aérospatial, automobile, défense, ferroviaire, finance et sciences de la vie), Fluor Corporation (société d'ingénierie américaine, notamment active dans les secteurs de l'énergie, du nucléaire et des infrastructures), Jacobs (bureau d'études et de conseil en ingénierie américain, spécialisé dans les secteurs Aerospace & Technology, Building & Infrastructure, Industrial et Petroleum & Chemicals), KBR (société d'ingénierie et de services américaine, active notamment dans le secteur de l'énergie et les secteurs publics et parapublics) et SNC Lavalin (société canadienne spécialisée en gestion de projet, notamment dans les secteurs Infrastructures et Énergie, Pétrole et gaz, Mines et métallurgie, et un acteur de premier plan en matière de propriété d'infrastructures).

Différentes sociétés du secteur n'ont pas été retenues dans l'échantillon en raison de leur exposition limitée aux secteurs Énergie et Infrastructure (Alten). Nous avons également exclu de l'échantillon les sociétés principalement comparables à la division GPS (Akka Technologies, Bertrandt, Sogeclair et Ricardo).

Multiples

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise (VE) rapportée à l'EBIT (VE/EBIT), dans la mesure où Assystem reporte et donne sa guidance sur l'EBIT. Le multiple VE/EBIT est communément utilisé par les analystes qui suivent Assystem, et plus généralement le secteur de l'ingénierie, et permet de prendre en compte les différences d'intensité capitalistique entre sociétés.

De plus, les analystes publiant leurs prévisions pour la Société sur une base d'EBIT, et non pas d'EBITDA, il a été considéré que les multiples d'EBITDA ne sont, quant à eux, pas une référence pertinente pour la valorisation d'Assystem. Ils sont reproduits ci-dessous à titre indicatif.

Par ailleurs, l'échantillon sélectionné étant constitué d'un nombre réduit de sociétés comparables pertinentes, il a été considéré que la moyenne était plus appropriée que la médiane pour prendre en compte l'ensemble de l'échantillon.

Multiples des sociétés comparables				
	VE / EBIT		**VE / EBITDA**	
	2017e	**2018e**	**2017e**	**2018e**
Aecom	11,0x	10,7x	9,5x	8,8x
Altran	12,8x	11,2x	11,6x	10,3x
Fluor Corp.	n.s.	7,1x	n.s.	5,3x
Jacobs	11,9x	10,7x	10,0x	9,1x
KBR	8,3x	8,5x	7,1x	7,2x
SNC Lavalin	13,0x	10,3x	14,3x	9,5x
Moyenne	**11,4x**	**9,8x**	**10,5x**	**8,4x**
Médiane	*11,9x*	*10,5x*	*10,0x*	*8,9x*

Notes :

- *Valeurs d'entreprise fondées sur les derniers éléments de dette disponibles et les capitalisations boursières sur la base d'une moyenne 1 mois pondérée par les volumes au 16/10/2017*
- *EBIT issus d'un consensus FactSet*
- *Multiple 2017 de Fluor non significatif car impacté par des problèmes opérationnels rencontrés pendant le premier semestre 2017 (annulation d'un projet de centrale nucléaire et dépassements de coûts dans 3 projets de centrales thermiques)*

Application

Les multiples boursiers sont appliqués à l'EBIT d'Assystem. Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus.

Valorisation induite par les multiples boursiers		
VE/EBIT		
	2017e	**2018e**
Multiple d'EBIT moyen	11,4x	9,8x
EBIT	26	29
Valeur d'entreprise (M€)	**296**	**285**
Valeur par action (€)	**37,1**	**36,6**

L'application des multiples moyens 2017 et 2018 de l'échantillon à l'EBIT de la Société fait ressortir des valeurs par action respectivement de 37,1 € et de 36,6 €. Le prix de l'Offre fait ressortir respectivement des primes de 1,1% et 2,5% par rapport à ces valeurs.

2.3.4 Valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles

Principe

Cette méthode de valorisation vise à déterminer la valeur d'entreprise d'une société à partir de la somme des flux futurs générés par la société actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

La valeur des fonds propres de la société est ainsi égale à la valeur d'entreprise de la société diminuée du montant de la dette financière nette de la société et diminuée des autres éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la société.

La valeur d'entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles durant la période prévisionnelle (2017 – 2019)
- d'une extrapolation des flux futurs de trésorerie disponibles de 2020 à 2027
- et d'une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Hypothèses opérationnelles (flux futurs)

Les flux futurs de trésorerie disponibles pour Assystem reposent sur :

- le consensus de marché 2017-2019 réalisé sur les éléments de compte de résultat et de flux de trésorerie nécessaires à une valorisation par la méthode des flux de trésorerie actualisés
    - le consensus de marché affiche un taux de croissance annuel moyen de 5,3% du chiffre d'affaires sur la période 2017-2019
    - le consensus de marché affiche une marge d'EBIT de 6,3% en 2017, 6,7% en 2018 et 7,2% en 2019
    - le consensus de marché affiche 1,0% de dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires en 2018 et 2019

– et une extrapolation de 2020 à 2027 réalisée par les Établissements Présentateurs sur la base (i) d'une croissance du chiffre d'affaires convergent graduellement vers la croissance de l'économie française en 2027 (1,75% p.a.), (ii) d'un maintien des marges en pourcentage du chiffre d'affaires au niveau de 2019, (iii) d'un maintien des dépréciations en pourcentage des dépenses d'investissement au niveau de 2019 et (iv) de dépenses d'investissement de 1,1% en pourcentage du chiffre d'affaires.

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») retenu pour l'actualisation des flux de trésorerie est compris entre 9,2% et 10,2% avec un cas central à 9,7%. Les éléments intervenant dans le calcul du CMPC sont les suivants :

– Taux sans risque : 0,7% (moyenne sur deux ans au 12 octobre 2017 du rendement de l'OAT à 10 ans, source : Bloomberg) ;

– Prime de risque du marché actions : 7,0% (moyenne sur un an de la prime de risque de marché du CAC Small publiée par Detroyat à septembre 2017) ;

– Moyenne des betas désendettés (source : Bloomberg) des sociétés cotées comparables : 1,33 (sur la base d'une moyenne des betas endettés de 1,45) ;

– Coût de la dette avant impôt : 2,0% (estimation des Établissements Présentateurs) ;

– Taux d'impôt normatif : 29,5% sur la base de l'estimation de la Société;

– Rapport entre la dette financière nette et la valeur du capital total : 15,9% (ratio cible en ligne avec la moyenne de dette nette / capital total des sociétés comparables).

Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à partir du flux de trésorerie 2027 (considéré comme un flux normatif avec un chiffre d'affaires de 565 M€ et une marge d'EBIT de 7,2% stable sur la période d'extrapolation) et d'un taux de croissance perpétuelle, puis actualisé au CMPC.

Le taux de croissance perpétuelle retenu est de 1,75%.

Conclusion

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponible.

Calcul de la valeur d'entreprise et détermination de la valeur par action (M€)	
Valeur terminale	**359**
Valeur terminale actualisée	**149**
Somme des flux de trésorerie actualisés	**154**
Valeur d'entreprise	**304**
Valeur des fonds propres	**802**
Valeur des fonds propres par action (€)	**37,4**

Sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur d'entreprise centrale d'Assystem de 304 M€ soit une valeur par action de 37,4 €. Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 0,1% par rapport à cette valeur centrale.

Le tableau ci-dessous présente une sensibilité de la valeur par action en fonction du CMPC et du taux de croissance perpétuelle :

		Taux de croissance perpétuelle				
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
CMPC	8,7%	38,9	39,2	39,5	39,8	40,2
	9,2%	37,9	38,1	38,4	38,7	39,0
	9,7%	37,0	37,2	37,4	37,7	38,0
	10,2%	36,2	36,4	36,6	36,8	37,0
	10,7%	35,5	35,7	35,9	36,0	36,2

Sur la base d'un CMPC variant entre 9,2% et 10,2% et d'un taux de croissance perpétuelle variant entre 1,50% et 2,00% la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur par action d'Assystem comprise entre 36,4 € et 38,7 €. Le prix de l'Offre fait ressortir respectivement une prime de 3,0% et une décote de (3,1)% par rapport à ces valeurs.

2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des valorisations extériorisées par les critères d'évaluation retenus, ainsi que les primes induites par le prix de l'Offre :

	Dernier cours avant l'annonce des caractéristiques de l'Offre (16/10/2017)	**Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)**	**Dernier cours avant l'annonce de l'Opération avec Ardian (10/05/2017)**	**Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)**
Course de bourse	**31,7€**	**18,3%**	**37,4€**	**0,3%**
	Précédant le 17/10/17		***Précédant le 11/05/17***	
Moyenne* 1 mois	32,7€	14,6%	**33,6€**	**11,6%**
Moyenne* 3 mois	32,2€	16,6%	**32,1€**	**16,7%**
Moyenne* 6 mois	32,8€	14,2%	**31,0€**	**21,1%**
Moyenne* 1 an	31,5€	19,2%	**27,7€**	**35,6%**
	Valeur basse (€)	**Valeur centrale (€)**	**Valeur haute (€)**	**Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (%)**
Moyennes des objectifs de cours des analystes de recherche	31,0	35,3	39,0	21,0% / 6,4% / (3,8)%
Multiples boursiers VE/ EBIT	36,6		37,1	2,5% / 1,1%
Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles (sensibilité au CMPC et au taux de croissance perpétuelle)	36,4	37,4	38,7	3,0% / 0,1% / (3,1)%

***** *Cours moyens pondérés par les volumes*

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Voir page suivante.

Ledouble

ASSYSTEM

70, boulevard de Courcelles
75017 Paris

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION

Dans la perspective de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (l'« **OPRA** » ou l'« **Offre** ») initiée par la société Assystem SA (« **Assystem** » ou la « **Société** ») sur ses propres titres, nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons été amenés à réaliser dans le cadre de l'Opération telle que présentée ci-après (§ 2), et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 7 septembre 2017 par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant.

Compte tenu de la structuration de l'Offre, l'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1[1] du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport, porte sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires d'Assystem :

- du prix total de 547,0 M€ (le « **Prix de la Cession** ») perçu par la Société dans le cadre de son transfert à la société de gestion Ardian LBO Fund VI B (« **Ardian** » ou le « **Cessionnaire** »), du contrôle des entités comprises dans le champ de sa division de R&D externalisée Global Product Solutions (« **GPS** »), préalablement à l'Offre (la « **Cession** ») ;

- des termes et conditions de l'OPRA subséquente réalisée au prix de 37,5 € (le « **Prix d'Offre** ») par action Assystem.

Les montants présentés ci-après sont exprimés en :

- euros (€ ou EUR) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€) ou de dollars US (Md$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte[2] [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

---

[1] Article 262-1 du règlement général de l'AMF :
« *I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* [en l'occurrence par l'article 2 et l'article 3 de l'instruction AMF n°2006-08]. *Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.*
Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.
II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation [l'article 1 de la recommandation AMF n°2006-15 prévoit à cet égard que ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport] ».

[2] Références du 16 octobre 2017. [En ligne].

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Parties prenantes à l'Opération

Assystem, société anonyme à conseil d'administration sise 70 boulevard de Courcelles à Paris (75017), est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 412 076 937 ; le capital d'Assystem, d'un montant de 22.218.216 €, est composé de 22.218.216 actions admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0000074148[3] (§ 2.2.2).

HDL Development, actionnaire de référence d'Assystem, est une *holding* contrôlée par M. Dominique Louis, Président-Directeur Général d'Assystem, au travers notamment de la société HDL (§ 2.2.2).

Ardian LBO Fund VI B, dédié à l'Opération, est un des fonds d'Ardian, première société d'investissement privé indépendante, quatrième au plan mondial des sociétés d'investissement privé en termes d'actifs gérés[4], comptant 580 investisseurs.

2.2. Contexte et termes de l'Opération

Par communiqué de presse en date du 11 mai 2017, Assystem a annoncé avoir :

- conclu avec Ardian un protocole d'accord en vue de lui céder 60% de GPS, tout en restant associé au développement de GPS à hauteur de 40% ; les actionnaires d'Assystem réunis en assemblée générale le 5 juillet 2017 se sont prononcés en faveur de la Cession, laquelle est intervenue le 28 septembre 2017 et a réuni Ardian et Assystem, pour leurs parts respectives de 60% et 40%, au capital de la société d'acquisition de GPS dénommée Assystem Technologies ; Assystem Technologies est en l'espèce le nom générique désignant plus précisément, au sein de la structure de *holding* de reprise de GPS :
  - la société Assystem Technologies Groupe (« **ATG** »), entité faîtière,
  - détenant elle-même directement à 100% la société Assystem Technologies Services (« **ATS** »), et
  - contrôlant *via* ATS à 100% la société Assystem Technologies (« **AT** »)[5] ;
- remis à Areva et EDF une offre de prise de participation minoritaire à hauteur de 5% de New Areva NP, dont EDF est le futur actionnaire de contrôle, pour un montant de l'ordre de 125 M€[6] ; un accord conclu entre EDF, Areva et Assystem entérinant cette proposition a été rendu public le 10 juillet 2017 ;

[3] Mnémonique : ASY.
[4] 65 Md$ d'actifs gérés et/ou conseillés en 2017 ; Source : Ardian.
[5] Société dans laquelle sont logés les actifs repris.
[6] Sur la base d'une valorisation du capital de New Areva NP de 2,5 Md€.
Source : Assystem, Rapport financier semestriel 2017, p. 5 : « *Cet engagement s'inscrit dans le cadre d'un accord plus large avec EDF visant à consolider leur partenariat au service notamment des activités de maintien en condition opérationnelle du parc de réacteurs nucléaires civils en France et en Grande-Bretagne. Cette prise de participation ouvrirait également de nouvelles opportunités à Assystem pour sa participation aux projets de constructions neuves de la filière nucléaire française. Elle n'entraînerait par ailleurs aucune restriction au champ des collaborations engagées avec les autres grands acteurs internationaux* ».

- l'intention de lancer à l'issue de la cession de GPS une OPRA sur un montant d'au moins 200 M€ et sur un minimum de 25% du nombre d'actions de la Société en circulation.

2.2.1. Étapes successives de l'Opération

L'Opération comporte ainsi chronologiquement et schématiquement 3 volets :

- la Cession réalisée le 28 septembre 2017 (le « ***Closing*** »), au travers de la société ATG, au capital de laquelle Assystem a souscrit aux côtés d'Ardian, pour sa quote-part initiale à 40% (l' « **Investissement** ») ;

- le lancement de l'Offre, motivé par l'objectif d'allouer aux actionnaires d'Assystem une partie du Prix de la Cession ;

- l'emploi par la Société d'une partie du produit de cession net de l'Investissement pour souscrire à hauteur de 5% au capital de New Areva NP (le « **Réinvestissement** ») et accélérer, *via* le Réinvestissement notamment, le développement de sa division Energy & Infrastructure.

2.2.2. Conditions générales de l'Offre

Les actions et droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote
HDL Development	13 478 407	60,66%	26 956 814	74,89%
HDL	50 000	0,23%	50 000	0,14%
Public	7 632 237	34,35%	7 932 520	22,04%
Actionnariat hors auto-détention	***21 160 644***	***95,24%***	***34 939 334***	***97,06%***
Auto-détention	1 057 572	4,76%	1 057 572	2,94%
Total	22 218 216	100%	35 996 906	100%

2.2.2.1. Périmètre et économie générale de l'Offre

L'Offre porte en définitive sur un maximum de 6.000.000 d'actions en circulation hors auto-détention, soit une fraction représentant 27 % du nombre d'actions composant le capital de la Société et 28,35% du nombre d'actions en circulation[7], et une enveloppe de financement de 225 M€[8] sur la base du Prix d'Offre de 37,5 €.

Ayant pour objet de permettre à la Société de rétrocéder aux actionnaires une partie du produit de la Cession, l'OPRA sera mise en œuvre sous réserve de l'approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Assystem convoqués le 22 novembre 2017, des résolutions relatives à la décision de la Société de procéder à une réduction de capital d'un montant nominal maximum de 6.000.000 € par rachat de ses propres actions par voie d'OPRA pour un prix unitaire de 37,5 € et relativement à un nombre maximum de 6.000.000 actions, en vue de leur annulation.

[7] Nombre d'actions composant le capital social de la Société sous déduction du nombre d'actions auto-détenues.
[8] Montant supérieur à celui annoncé initialement de 200 M€ (§ 2.2).

Dans le cas où le nombre d'actions apportées à l'Offre serait supérieur au nombre maximum d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, y compris pour HDL Development et HDL (§ 2.2.2.2), à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément à l'article R 225-155 du Code de commerce.

La Société prévoit d'annuler, concomitamment à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre, 550.000 des 1.057.572 actions auto-détenues.

2.2.2.2. Engagement d'apport à l'Offre de HDL Development et de HDL

La société HDL Development, qui détient 63,7%[9] du nombre d'actions de la Société en circulation, a fait part de son intention d'apporter à l'Offre 3.821.738[10] actions ; ce nombre d'actions lui permettra, en cas de plein succès de l'Offre, de maintenir son niveau de participation au capital de la Société en pourcentage du nombre d'actions en circulation, par rapport à celui des autres actionnaires.

La société HDL, qui contrôle HDL Development (§ 2.2.2), a fait part de son intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des 50.000 actions qu'elle détient.

2.2.2.3. Traitement des actions de performance

La Société a mis en place historiquement des plans d'actions de performance assimilables à des actions gratuites ; au titre de ces plans :

- 253.690 actions de performance ont été attribuées et sont en cours de période d'acquisition (les « **ADP Non Livrées**») *i.e.* non incluses dans le nombre d'actions en circulation ;

- 16.000 actions de performance ont été livrées *i.e.* sont incluses dans le nombre d'actions en circulation, mais restent soumises à une période de conservation expirant après la date de clôture de l'Offre prévue le 14 décembre 2017 (les « **ADP Livrées** ») ; elles ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf exceptions prévues par les plans concernés.

Dans la perspective de la Cession, le Conseil d'Administration du 26 juillet 2017 a décidé de lever les conditions de performance attachées à ces actions, pour n'en subordonner le bénéfice qu'à une condition de présence[11].

La Société n'a émis aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme à capital social ou aux droits de vote.

[9] Nombre d'actions détenues par HDL Development : 13.478.407 / nombre d'actions hors auto-détention : 21.160.644.
[10] Nombre d'actions détenues par HDL Development : 13.478.407 * 28,35% (§ 2.2.2.1).
[11] Au 30 avril 2020.

2.2.3. Financement de la Cession et de l'Offre

La Cession est financée selon les modalités suivantes :

- souscription au capital d'ATG, pour leurs quotes-parts, d'Ardian et d'Assystem à hauteur respectivement de 93,2 M€ et de 62,1 M€ ;
- souscription par Ardian et par Assystem à des obligations convertibles pour des montants et dans des proportions identiques à celles de leur souscription au capital d'ATG ;
- souscription complémentaire par des *managers* d'ATG, sur une enveloppe globale de 6 M€ de *new money*, et *via* trois sociétés d'investissement (« **Mancos** ») :
  - à des actions ordinaires à concurrence de 2,1 M€, et
  - à des actions de préférence[12] à concurrence de 3,9 M€ ;
- financement externe et lignes de crédit revolving (RCF) à hauteur de 285 M€ pour le solde de la Cession et une enveloppe de financement additionnelle.

La contribution des Mancos devrait porter *in fine* leur participation au capital d'ATG à 2%[13], en ramenant celle d'Ardian à 59% et celle d'Assystem à 39%.

L'Offre sera financée au moyen d'une partie du volant de trésorerie dont la Société dispose à l'issue de la Cession.

2.2.4. Synergies

Compte tenu des activités d'Ardian, consistant exclusivement en des opérations d'investissement (§ 2.1), et de la nature de l'Offre qui conduira la Société à annuler *in fine* les titres apportés par les actionnaires d'Assystem à l'OPRA, ni la Cession ni l'Offre ne sont susceptibles de dégager des synergies ou gains économiques.

2.3. Contours de la mission d'expertise indépendante

2.3.1. Modalités de désignation de Ledouble

Ledouble a été désigné le 7 septembre 2017 par le conseil d'administration d'Assystem (le « **Conseil d'Administration** ») en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») ayant pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPRA, et notamment de vérifier le caractère équitable du Prix d'Offre, étant toutefois précisé que la mission de l'Expert Indépendant a été étendue à l'examen du caractère équitable pour les actionnaires d'Assystem du Prix de la Cession (la « **Mission** »).

Au cas présent, la Mission consiste donc pour Ledouble à se prononcer, vis-à-vis des actionnaires d'Assystem, sur le caractère équitable (l'« **Équité** ») :

[12] Actions de préférence de catégorie 1 (« **ADP 1** ») et actions de préférence de catégorie 2 (« **ADP 2** »), destinées à deux cercles distincts de dirigeants.
[13] À ce jour, la contribution des *managers* correspondant aux souscriptions effectives aux actions ordinaires d'ATG, s'établit à 1%.

- d'une part, des termes de la Cession, et sur l'absence de rupture d'égalité de traitement des actionnaires d'Assystem du fait de la Cession ;

- d'autre part, des termes de l'Offre.

Cette désignation et le présent rapport (le « **Rapport** ») entrent dans le cadre des articles 261-3[14] du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08[15], elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15[16].

2.3.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec les établissements présentateurs de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** »), en l'occurrence Crédit Agricole Corporate & Investment Bank (« **CA-CIB** »), BNP Paribas et Société Générale[17] ;

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08.

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance. Pour information, et sans que cela remette en cause notre indépendance, Ledouble a été désigné en qualité de co-commissaire aux apports dans le cadre de la création de New Areva NP, en prévision de l'apport partiel d'actif d'Areva NP à New Areva NP.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

2.3.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 2.3.1) ; à cet égard :

- le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1** et le calendrier d'intervention en **Annexe 2** ;

- les personnes que nous avons rencontrées et/ou contactées durant la Mission sont recensées en **Annexe 3** ;

- la base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4** ;

---

[14] Article 261-3 du règlement général de l'AMF :
« Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre ».
[15] « Expertise indépendante ».
[16] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».
[17] CA-CIB garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

- les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission sont présentés en **Annexe 5** ;

- les expertises financières publiques les plus récentes que nous avons effectuées ainsi que, le cas échéant, l'identité des établissements présentateurs des offres y afférentes sont répertoriées en **Annexe 6**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Opération, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère, d'une part, de GPS et, d'autre part, du titre de la Société (l' « **Action** ») à l'issue de la Cession (l' « **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier l'Équité au regard de la comparaison entre :

- le Prix de la Cession et la valeur de GPS ;

- le Prix d'Offre et la valeur de l'Action après la Cession.

Nous n'avons pas eu connaissance et n'avons pas identifié :

- d'accords spécifiques à la Cession autres que ceux inclus dans le corpus juridique de l'Opération mentionné *infra* ;

- d'opérations connexes à l'Offre autres que la Cession, l'Investissement et le Réinvestissement (§ 6).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, durant la Mission, avec les représentants de la Société (la « **Direction d'Assystem** ») et de ses conseils juridiques et financiers (les « **Conseils** »[18]), de l'administrateur indépendant [19] en charge du suivi de nos travaux, du Cessionnaire (la « **Direction d'Ardian** »), ainsi que des Établissements Présentateurs se sont fondées notamment sur :

- l'exploitation des informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels Assystem et ses filiales (le « **Groupe** ») sont positionnées ;

- l'analyse des modalités de déroulement de l'Opération, sur la base notamment :
  - de discussions avec les interlocuteurs précités ;
  - des contrats d'apport et de cession d'actions conclus dans le cadre des Apports entre Assystem et Assystem Technologies en présence d'Ardian et d'Assystem Technologies Groupe ;
  - des autres accords conclus entre Ardian et Assystem dans le cadre de la Cession[20] ;
  - de la documentation relative à l'Investissement et au Réinvestissement ;
  - des projets successifs de la note d'information élaborée par la Société dans la perspective du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;

[18] Orrick (conseil juridique) et Natixis Partners (conseil financier).
[19] En la personne de M. Gilbert Lehmann.
[20] Dont :
- le Protocole d'Accord conclu entre Assystem et Ardian ;
- le Protocole d'Investissement conclu entre Assystem et Ardian en présence d'Assystem Technologies ;
- le Pacte d'Associés signé entre Ardian, Assystem, certains *managers* dénommés et les Mancos.

- l'examen des supports d'information détaillant la structuration de l'Opération et de son financement ;

- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet de la Société, en particulier celles se rapportant au dernier exercice clos le 31 décembre 2016 et à la situation intermédiaire au 30 juin 2017[21] ;

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Opération ;

- l'examen détaillé et critique des données budgétaires 2017 et des prévisions à moyen terme de GPS (« **le Plan d'Affaires** ») élaboré par la Direction ; cette étude, réalisée en relation avec la Direction d'Assystem, a consisté en particulier en une comparaison entre les prévisions et les réalisations de l'exercice en cours jusqu'au *Closing*, ainsi qu'en l'examen des prévisions du Plan d'Affaires au regard du développement de l'activité de GPS ;

- la consultation des rapports de *due diligence* et de valorisation réalisés par des experts mandatés par la Société dans la perspective de la Cession ;

- l'examen détaillé des recommandations et des projections issues du consensus de *brokers* avant et après la Cession, sur le périmètre des activités du Groupe autres que GPS (les « **Activités Poursuivies** ») *i.e.* des divisions Energy & Infrastructure (E&I) et Staffing ;

- l'exploitation de nos bases de données financières[22], tant en ce qui concerne le Groupe que ses compétiteurs ;

- l'Évaluation Multicritère de GPS objet de la Cession ainsi que de l'Action à l'issue de la Cession ;

- l'appréciation du Prix de la Cession et du Prix d'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et de nos analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation de GPS et des Activités Poursuivies ;

- la revue des travaux des Établissements Présentateurs et la comparaison avec nos travaux d'Évaluation Multicritère de l'Action sur le périmètre des Activités Poursuivies.

Nous avons en outre obtenu des confirmations auprès de la Direction d'Assystem sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

2.4. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

---

[21] Notamment :
- le Document de Référence 2016 incluant le Rapport Financier Annuel (« DDR 2016 »), et
- le Rapport Financier Semestriel (« RFS 2017 »).

[22] *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *S&P Capital IQ* (comparables transactionnels).

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré le Rapport.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

2.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- l'activité et l'environnement d'Assystem (§ 3) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation par les Établissements Présentateurs (§ 5) ;
- l'analyse des accords conclus dans le cadre de la Cession et des opérations connexes à l'Offre (§ 6) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 7).

3. PRÉSENTATION DU GROUPE ASSYSTEM

Nous présentons de manière succincte les activités du Groupe (§ 3.1), en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 3.2) et ses performances historiques sur ses divisions opérationnelles (§ 3.3). Ces informations, résumées sous la forme d'une matrice SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

3.1. Aperçu des activités du Groupe

Assystem compte parmi les acteurs majeurs de l'ingénierie et du conseil en innovation.

L'origine du Groupe remonte en 1966, avec la création en France de la société Atem, spécialisée dans la mise en service d'unités industrielles pour l'industrie nucléaire. La société est renommée Assystem en 1994 dans le cadre de la fusion avec Alphatem, filiale commune avec Cogema dédiée au nucléaire, puis introduite en bourse en 1995. Le rapprochement avec Studia en 1996 permettra à Assystem, dont le nucléaire représentait alors 70% de son activité[23], d'améliorer sa diversification sectorielle. En 2003, la fusion avec Brime Technologies constitue une nouvelle opération structurante pour Assystem qui accroît sa taille et accélère son processus d'internationalisation. Depuis, le Groupe est parvenu à poursuivre son développement en combinant une croissance organique et des opérations de croissance externe.

Depuis la cession du contrôle de GPS à Ardian, le Groupe exerce son activité au travers de deux divisions :

- **Energy & Infrastructure (E&I)** : division spécialisée dans l'ingénierie des infrastructures complexes, intervenant principalement en France et à l'international auprès de grands donneurs d'ordre[24] sur les marchés du nucléaire, des infrastructures & *utilities* et des sciences de la vie[25], dans des environnements contraints ou à fortes exigences de sûreté. Les services offerts par E&I, qui s'inscrivent dans le cadre d'activités d'assistance à maîtrise d'ouvrage, de maîtrise d'œuvre, de bureaux d'études et d'intégration de systèmes, répondent à des problématiques liées à la gestion de projet, à la performance opérationnelle, à la sûreté et la sécurité.

- **Staffing** : division issue du rachat en 2012 du groupe MPH[26], spécialisée dans le recrutement et la mise à disposition de consultants spécialisés pour de grands industriels (majoritairement du secteur *Oil & Gas*[27]) et intervenant principalement au Moyen-Orient, en Afrique et en Asie.

Via sa participation au capital de la société ATG, le Groupe reste associé au développement de son ancienne division GPS, spécialisée dans la recherche et développement (R&D) externalisée pour le compte de clients opérant principalement dans les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile.

---

[23] Source : Les Échos, 23 avril 1996.
[24] « Tier 1 ».
[25] Ces trois marchés représentent respectivement 58%, 34% et 8% du chiffre d'affaires réalisé par la division E&I en 2016 ; Source : Présentation investisseurs, « Assystem Energy & Infrastructure (E&I), vecteur des révolutions digitale et énergétique », 15 mai 2017.
[26] Les activités préexistantes d'Assystem de même nature ont été rattachées à la division Staffing ; Source : DDR 2016, p. 37.
[27] Le secteur *Oil & Gas* représentait en 2016 environ 75% du chiffre d'affaires de la division Staffing ; Source : DDR 2016, p. 37.

Au 30 juin 2017, l'effectif du Groupe dans son nouveau périmètre de consolidation, excluant GPS, comptait 4.690 collaborateurs[28] ; pour mémoire, l'effectif total du Groupe incluant GPS avant la Cession était d'environ 12.500 personnes.

3.2. Environnement du Groupe

L'activité d'ingénierie est traditionnellement scindée en deux marchés : l'ingénierie d'infrastructures et l'ingénierie de conseil en technologies ; elle est exercée par des acteurs indépendants et des filiales de grands groupes industriels ou de services. Aux côtés des groupes pluridisciplinaires, figurent des spécialistes de l'ingénierie d'infrastructures (Artelia, Egis, Setec, TechnipFMC) et de conseil en technologies (Alten, Altran, Akka Technologies), étant précisé que la particularité d'Assystem jusqu'à la date de cession de contrôle de GPS était d'intervenir sur ces deux marchés.

Nous présentons ci-après les principales caractéristiques et évolutions du marché de l'ingénierie et du conseil en technologies (« ICT ») (§ 3.2.1) et mettons en perspective les grandes tendances des industries sur lesquelles Assystem est positionné au travers de GPS (§ 3.2.2) et des Activités Poursuivies (§ 3.2.3).

3.2.1. Le marché de l'ingénierie et du conseil en technologies

Le marché de l'ICT rassemble des entreprises proposant des services visant à étudier, concevoir, optimiser, industrialiser ou encore contrôler des produits et processus industriels. Les champs d'intervention des spécialistes de l'ingénierie sont variés : études de faisabilité, conception de produits et systèmes, optimisation de processus industriels, assistance technique pour des opérations d'exploitation et de maintenance. Les filières de l'automobile, de l'aéronautique et de l'énergie, comportant des processus de production complexes pouvant être externalisés, font partie des principaux débouchés du marché de l'ICT.

Les principales caractéristiques de ce marché sont les suivantes :

- **Sensibilité à la conjoncture des secteurs sous-jacents :** le marché de l'ingénierie et du conseil en technologies est de manière générale sensible à la conjoncture économique et tend à amplifier les variations macroéconomiques. En période de croissance, les donneurs d'ordre externalisent davantage pour absorber les hausses d'activité ; en cas de crise, les entreprises présentes sur le marché, du fait de leur position de sous-traitants, sont souvent la cible des mesures de réductions budgétaires. Les acteurs du marché sont donc affectés par les cycles économiques des secteurs sous-jacents sur lesquels ils apportent leurs compétences et leur expertise.

- **Externalisation des activités de R&D :** le degré d'externalisation de l'ingénierie par les clients est un indicateur de la maturité d'un marché et des perspectives de croissance qu'il offre. La maturité du marché français encourage les acteurs nationaux à développer leurs activités à l'international. L'institut d'études économiques Xerfi souligne toutefois que « *ces nouveaux marchés impliquent des mises en concurrence avec des acteurs américains ou asiatiques aux moyens puissants et capables, parfois, d'être très offensifs sur les prix. La proposition de prestations à plus forte valeur ajoutée s'avère donc un atout précieux pour accroître son activité à l'étranger* »[29].

[28] Source : RFS 2017, p. 2.
[29] Source : Xerfi (2017). « Les services d'ingénierie, d'études et de conseils techniques – Conjonctures et prévisions », juillet, p. 4.

- **Intensité concurrentielle :** les spécialistes de l'ingénierie et du conseil en technologies évoluent dans un marché fortement concurrentiel, corollaire d'un besoin en capitaux limité et de faibles barrières à l'entrée. Les acteurs capables de se différencier en proposant des prestations à forte valeur ajoutée sont toutefois moins affectés par les pressions sur les prix.

- **Capital humain :** l'offre d'ingénierie et de conseil en technologies rassemble des prestations intellectuelles dont la mise en œuvre nécessite des savoir-faire et une main d'œuvre qualifiée sous des contraintes de coûts. La maîtrise des charges de personnel représente dès lors un défi pour les entreprises faisant face à une pénurie de compétences sur des profils techniques. De manière générale, la gestion des ressources humaines, l'optimisation du taux de rotation du personnel et le respect du droit du travail font partie des problématiques des ingénieristes.

- **Concentration du marché :** les mouvements de concentration observés répondent à des enjeux multiples : atteinte d'une taille critique dans le but de bénéficier d'effets d'échelle et d'une meilleure visibilité auprès des grands donneurs d'ordre, accélération de la diversification sectorielle et/ou géographique, acquisition stratégique défensive, acquisition ou renforcement d'un savoir-faire ou d'une expertise sur un marché porteur, sortie des fondateurs. L'offre publique d'achat lancée en 2016 par Randstad sur les titres de la société Ausy, ainsi que les opérations répétées de croissance externe réalisées par Akka Technologies, Altran, Alten et Assystem sont symptomatiques de ce mouvement de concentration des acteurs de l'ingénierie et du conseil en technologies.

3.2.2. Principaux segments de GPS

3.2.2.1. Industrie aéronautique

Le marché aéronautique mondial est dominé par cinq constructeurs majeurs : Airbus, Boeing, Embraer, Dassault et Bombardier. La croissance du marché de l'aéronautique civile confère un levier de progression durable aux acteurs présents sur ce secteur ; elle est à relier à la hausse du transport aérien mondial ainsi qu'aux besoins de renouvellement des flottes d'avions commerciaux qui alimentent en particulier les commandes adressées à Airbus et Boeing. La rivalité entre Airbus et Boeing illustre la stimulation constante entre ces deux avionneurs dans la conception et le développement de nouveaux appareils.

Bien orienté, comme en attestent les prévisions de croissance continue des livraisons d'appareils sur un horizon long-terme [30], mais hautement concurrentiel, le marché de l'aéronautique se caractérise par sa cyclicité qui dépend directement des anticipations de trafic aérien et ainsi des politiques de renouvellement des flottes d'avions par les compagnies aériennes.

Sur le secteur aéronautique, les compétences et le savoir-faire du Groupe lui ont notamment permis historiquement d'intervenir sur des missions d'ingénierie et d'assistance liées à la conception et au développement d'aérostructures, à la réalisation et à l'intégration de systèmes, notamment en électronique embarquée, ou encore à la gestion de projets.

[30] Flotte prévisionnelle de 2.206 avions en 2035 *versus* 1.360 (estimé) en 2016 ; Source : Deloitte (2017). « Global aerospace and defense sector outlook », janvier, p. 4.

3.2.2.2. Industrie automobile

L'évolution de la demande sur le marché automobile est contrastée, avec un ralentissement marqué aux États-Unis, tandis que les marchés européen et chinois affichent des perspectives plus positives. Les actions des pouvoirs publics ont une incidence significative sur l'activité du secteur, comme en atteste l'accélération récente des ventes sur le marché chinois, en partie liée aux mesures fiscales mises en place par le gouvernement pour soutenir les ventes[31].

En France, Xerfi relève que la « *signature d'accords de compétitivité par Renault et PSA en 2013 a initié un nouveau cycle pour l'industrie automobile française. Après près de 10 ans de déclin de l'activité, les deux constructeurs nationaux ont entrepris de rétablir la compétitivité de leurs sites français avec, à la clé, un net rebond de la production d'automobiles* »[32]. La construction automobile est très concentrée sur le marché français où les groupes PSA et Renault ont produit en 2016 à eux seuls près de 85% des véhicules automobiles légers assemblés dans le pays.

L'industrie automobile représente l'un des principaux débouchés pour les entreprises de conseil en technologies, qui se positionnent de plus en plus fréquemment en amont de la chaîne de valeur, prenant ainsi une part croissante dans les activités R&D des constructeurs automobiles, notamment dans le contexte de transition vers les véhicules électriques et autonomes.

3.2.3. Principaux segments des Activités Poursuivies

3.2.3.1. Industrie du nucléaire[33]

La filière nucléaire rassemble les métiers liés au cycle du combustible, à la construction, à la maintenance et au démantèlement des centrales. Le parc nucléaire français est exploité par EDF qui est en conséquence le principal donneur d'ordres de la filière en France et externalise la majorité des opérations de maintenance.

Les difficultés du groupe Areva ont conduit à une restructuration de l'acteur à l'origine de l'essentiel des équipements en service en France, en ce compris le rachat de l'activité réacteurs par EDF. Cette reconfiguration renforce le poids de l'électricien qui fait face à de nouveaux défis et chantiers à haut risque.

Les éléments récents suivants ont une incidence sur les acteurs historiques de l'industrie nucléaire française et leurs prestataires de services :

- **Autorisation par la Commission Européenne du rachat de l'activité réacteurs nucléaires du groupe Areva par EDF**[34] : l'opération de rachat s'inscrit dans la continuité du plan de réorganisation visant à restaurer la compétitivité d'Areva ;
- **Réduction progressive de la part du nucléaire dans la production d'électricité** : la loi sur la transition énergétique[35] devrait impliquer une part croissante des énergies renouvelables dans le mix énergétique français ;

[31] Source : Coface (2016). *Études économiques et risque pays – Automobile, décembre.*
[32] Source : Xerfi (2017). « La construction automobile en France – Conjonctures et prévisions », juillet, p. 3.
[33] Revue de presse et étude Xerfi (2017). « La filière nucléaire française », mars.
[34] Source : Commission Européenne, 29 mai 2017.
[35] LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte.

- **Projets d'allongement de la durée de vie d'une part importante du parc de réacteurs nucléaires français :** « grand carénage » à la suite de la position de l'Autorité de Sûreté Nucléaire (ASN) relative à la prolongation de l'exploitation des centrales au-delà de 40 ans[36] ;

- **Développement du marché de la sûreté et mise à niveau des installations nucléaires :** à la suite notamment de l'accident de Fukushima, les autorités ont renforcé les contrôles et les règles en matière de sûreté des installations nucléaires ;

- **Actualisation du projet Hinkley Point :** EDF a annoncé en juin 2017 la révision du projet de construction de deux réacteurs EPR de troisième génération à Hinkley Point, en Angleterre ;

- **Perspectives du projet ITER** à long terme dans le domaine de la fusion nucléaire.

Au niveau international, Xerfi note que « *l'essentiel de la croissance est porté par la Chine et les pays asiatiques où se trouve la grande majorité des réacteurs actuellement en construction* »[37]. Les sous-traitants français, tout comme les exploitants, cherchent à bénéficier de ces opportunités de croissance ; ils doivent toutefois composer avec une concurrence étrangère de plus en plus forte et faire face à de nombreuses barrières à l'entrée, en termes de contraintes règlementaires et de savoir-faire technique.

En dehors de l'Asie, d'autres zones sont porteuses de croissance pour l'industrie nucléaire, mais également d'aléas dans la mise en œuvre des projets. Ainsi, au Moyen-Orient, les Emirats arabes unis ont annoncé le retard de l'entrée en fonction du premier réacteur nucléaire[38], la compagnie Emirates Nuclear Energy Corp (ENEC) précisant que les autorités de régulation examinent la demande de permis opérationnel déposée par le consortium international mené par le groupe coréen Korea Electric Power Corp (KEPCO).

3.2.3.2. Industrie pétrolière et gazière

Les acteurs du marché de l'ingénierie au service de l'industrie pétrolière et gazière sont confrontés aux tendances suivantes :

- **Incertitude sur l'évolution du prix du baril :** la forte baisse du cours du baril de pétrole, amorcée en 2014, a directement affecté les revenus des compagnies pétrolières, les incitant à mettre en œuvre des plans de réduction de leurs coûts opérationnels, à restreindre leurs investissements, et à décaler ou annuler les projets d'exploration-production (E&P). Le rééquilibrage de l'offre et la demande est soumis à de nombreuses incertitudes, en ce compris le niveau de production des sources de pétrole non conventionnelles, la capacité de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) de jouer son rôle de régulateur et le respect des accords conclus entre les différents pays producteurs. L'incertitude sur l'évolution du prix du baril a notamment pour conséquence de retarder la reprise des projets pétroliers.

- **Montée en puissance des *National Oil Companies* (NOC) :** traditionnellement opposées aux *International Oil Companies* (IOC), constituées essentiellement de groupes privés basés en Europe et en Amérique, les NOC sont majoritairement contrôlées par les États de pays émergents, disposant ainsi souvent de l'exclusivité des droits d'exploration et d'exploitation des réserves de pétrole et de gaz. Du fait de leurs

[36] Source : ASN, 7 avril 2016.
[37] Source : Xerfi (2017). « La filière nucléaire française », mars, p. 66.
[38] Sources : Le Figaro, 5 mai 2017 ; Challenges, 21 août 2017.

liens étroits avec les gouvernements nationaux, les NOC n'opèrent pas strictement selon une logique de marché, et cherchent à valoriser le tissu industriel, les ressources et le savoir-faire locaux.

- **Pression sur les prix** : dans un contexte de réduction des coûts et de pression sur les prix exercée par les opérateurs et constructeurs, de nombreux acteurs du marché de l'ingénierie ont été contraints de mettre en place des plans de restructuration massifs pour s'adapter à la baisse de leurs carnets de commandes.

La situation de crise de l'ingénierie du pétrole affecte en particulier les activités menées par la division Staffing d'Assystem.

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Nous présentons, ci-après de manière distincte, les performances historiques du Groupe sur la période 2014-2016[39], issues :

- de la division GPS, dont le contrôle a été cédé à Ardian par Assystem préalablement à l'Offre (§ 3.3.1) ;

- des Activités Poursuivies regroupant les divisions Energy & Infrastructure (E&I) (§ 3.3.2.2) et Staffing (§ 3.3.2.3) ; les autres composantes[40] des Activités Poursuivies contribuent marginalement au chiffre d'affaires et à la rentabilité du Groupe.

L'organigramme simplifié du Groupe au 31 décembre 2016 est présenté dans le document de référence 2016[41].

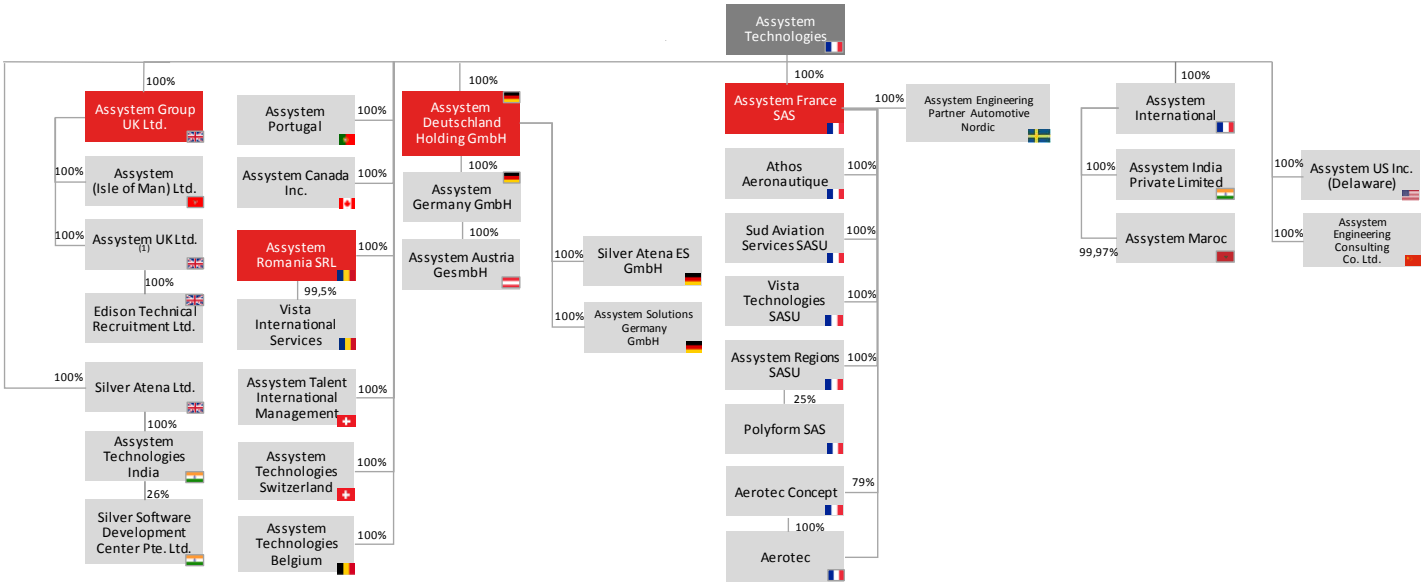
Les acquisitions intervenues en 2016 concernent :

- au sein de la division GPS : Aerotec Concept et Edison ;

- au sein de la division E&I : Bâtir Group, Onyx Promavi et Envy[42].

Les sociétés Automotive Solutions Germany GmbH [43] (ASG) et Engineering Partner Automotive Nordic AB[44], acquises en 2017, sont en outre venues renforcer le pôle GPS qui, à l'issue de la Cession, se compose des entités suivantes[45] :

[39] Les secteurs opérationnels du Groupe, déclinés selon la norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels », ont évolué en 2015 ; auparavant organisée par zone géographique, l'activité d'Assystem s'est articulée en 2015 et 2016 autour des divisions opérationnelles GPS, E&I et Staffing.
[40] Incluant les frais de *holding*.
[41] Source : DDR 2016, p. 12.
[42] En Turquie.
[43] En Allemagne.
[44] En Suède.
[45] Source : Direction d'Assystem.



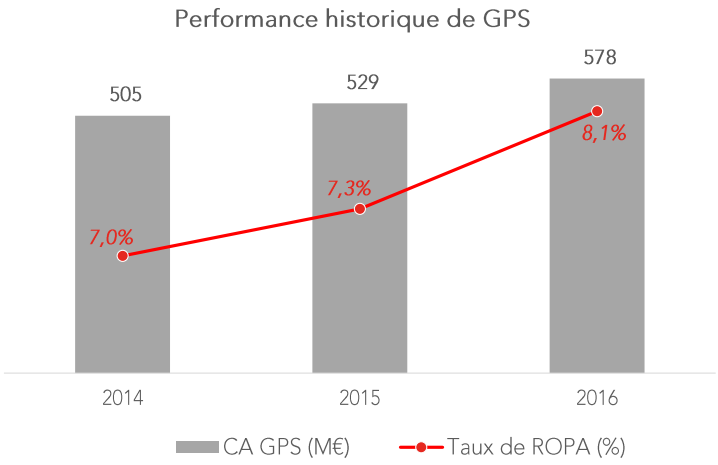
Source : Direction d'Assystem

Sur la base des informations dont nous disposons, le Prix de la Cession se répartit principalement sur les sous-ensembles suivants de la division GPS :

- Assystem France SAS et ses filiales ;
- Assystem Deutschland Holding et ses filiales ;
- Assystem Romania ;
- Assystem Group UK.

3.3.1. Division GPS

L'activité et la profitabilité[46] de la division GPS entre 2014 et 2016 se présentent comme suit :



Sur cette période triennale, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de GPS ressort à +7,0% :

- après un exercice 2014 caractérisé par une croissance modérée[47], la division a enregistré en 2015 une progression plus marquée (+4,8%) tirée par les activités d'optimisation de la *Supply chain* et des *process* de production ;
- en 2016, les segments automobile et aéronautique contribuent encore fortement à la dynamique de la division, avec des taux de croissance respectifs de +25,4% et +3,7%. GPS enregistre ainsi en global une croissance de +9,3% sur l'exercice 2016, légèrement affectée par une baisse des autres segments[48].

Le développement de l'activité s'accompagne d'une amélioration du taux de résultat opérationnel d'activité (ROPA[49]) qui passe de +7,0% à +8,1% entre 2014 et 2016, du fait notamment de l'amélioration des taux de marge sur les deux principaux segments de GPS.

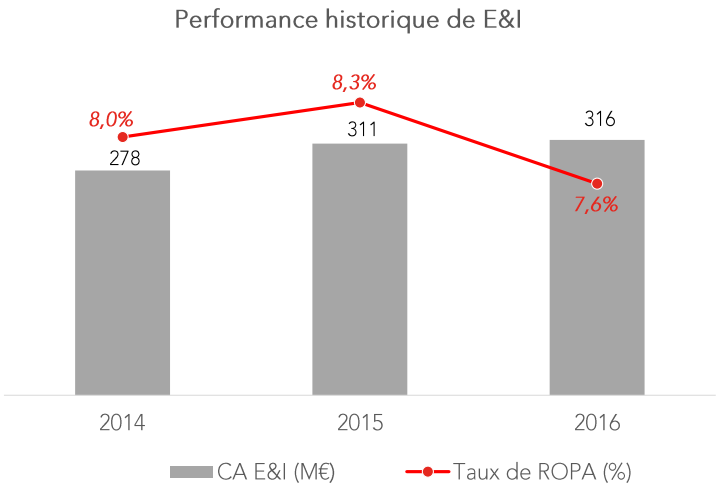
Sur le premier semestre 2017, GPS affiche une progression du chiffre d'affaires de +13,7% à 332,6 M€ et un taux de ROPA de 7,2% *versus* 6,4% au premier semestre 2016[50].

[46] Par référence au taux de résultat opérationnel d'activité (ROPA), incluant la quote-part de résultat des entreprises associées.
[47] Croissance de +1,2% résultant d'une progression des activités liées au *process* industriel et d'une croissance soutenue sur le segment automobile (reprise globale du secteur en France, programme d'externalisation de l'activité R&D mis en place au sein de PSA, montée en puissance du centre d'ingénierie en Roumanie), mais compensée en partie par un repli marqué sur le secteur aéronautique en Allemagne.
[48] Industrie et Transports.
[49] Le ROPA est le résultat opérationnel hors charges liées aux actions gratuites et stock-options, aux coûts d'acquisition, aux plus ou moins-values de cession d'activités ainsi qu'aux produits et charges liés à des événements anormaux, inhabituels et peu fréquents ; Source : DDR 2016, p. 29.
[50] Source : RFS 2017, p. 4.

3.3.2. Activités Poursuivies

3.3.2.1. Analyse de l'activité et de la profitabilité de la division Energy & Infrastructure (E&I)

L'activité et la profitabilité de la division E&I entre 2014 et 2016 se présentent comme suit :



En global, E&I a enregistré une croissance annuelle moyenne de +6,6% entre 2014 et 2016, résultant de :

- l'intégration de la société Radicon, acquise début 2015, qui a contribué de manière significative à la hausse du chiffre d'affaires de la division sur l'exercice 2015 en année pleine ; cette société saoudienne a toutefois pénalisé la croissance de l'activité en 2016, en raison notamment du gel des investissements locaux dans les infrastructures ;
- la progression sur le segment du nucléaire, portée essentiellement par les projets réalisés avec EDF en France, ENEC au Moyen-Orient et par les opérations liées au projet ITER ;
- la stabilité à périmètre constant des autres activités[51] dans un contexte économique peu porteur en France ;

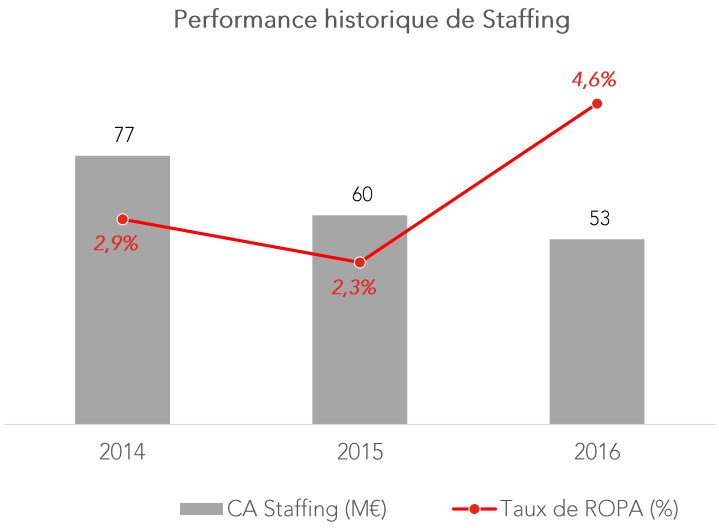
Après une légère progression du taux de résultat opérationnel sur la période 2014-2015, la rentabilité de E&I s'est dégradée sur l'exercice 2016 pour s'établir à un taux de ROPA de +7,6% *versus* 8,3% en 2015. Cette baisse du taux de marge résulte essentiellement de la contribution négative de la société Radicon au résultat opérationnel de la division.

Sur le premier semestre 2017, E&I affiche une progression du chiffre d'affaires de +11,9%[52] à 156,8 M€ et un taux de ROPA rehaussé à 7,9% *versus* 6,3% au premier semestre 2016[53].

[51] Infrastructures, Bâtiments et Transports, Énergie conventionnelle, *Life sciences*.
[52] Dont +9,2% en croissance organique.
[53] Source : RFS 2017, p. 4.

3.3.2.2. Analyse de l'activité et de la profitabilité de la division Staffing

L'activité et la profitabilité de la division Staffing entre 2014 et 2016 se présentent comme suit :



L'évolution de Staffing est marquée par une baisse sensible de son activité en 2015 et en 2016, à concurrence respectivement de (22,2%) et de (11,4%), en raison des difficultés rencontrées par l'industrie *Oil & Gas* qui constitue le principal débouché de cette division.

La réduction des frais fixes a permis au cours de l'exercice 2015 de limiter la dégradation du taux de ROPA, lequel s'est redressé en 2016, en dépit du *trend* baissier du chiffre d'affaires, par la conjonction de la réduction des coûts fixes et du recouvrement de créances provisionnées.

Sur le premier semestre 2017, Staffing accuse une baisse du chiffre d'affaires de 17,5% à 24,3 M€ et du taux de ROPA (2,5% *versus* 3,7% au premier semestre 2016[54]).

3.3.2.3. Structure bilancielle des Activités Poursuivies

En distinguant principalement l'actif économique, comprenant notamment les *goodwill*, le Besoin en Fonds de Roulement (BFR), et la dette financière, la structure bilancielle des Activités Poursuivies se présente comme suit au 30 juin 2017[55] :

[54] Source : RFS 2017, p. 4.
[55] Source : RFS 2017, pp. 8-9. L'Actif net – Part du Groupe (58,3 M€) s'entend après neutralisation, sur les capitaux propres part du Groupe (236,2 M€), des actifs (401 M€) et des passifs (223 M€) en cours de cession de GPS, retraités dans l'état de la situation financière consolidée d'Assystem conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées ».
Pour mémoire, l'immeuble de placement est évalué à la juste valeur ; Source : DDR 2016, p. 105.

Actif net (M€)	30-juin-17
Goodwill	68,7
Immobilisations incorporelles	0,9
Immobilisations corporelles	6,5
Immeubles de placement	1,4
BFR	52,3
Actif économique	**129,8**
Provisions pour risques et charges	(22,1)
Provisions	**(22,1)**
Trésorerie et équivalents de trésorerie	30,4
Dettes financières	(108,4)
Comptes courants sur activités en cours de cession	27,5
Instruments dérivés	0,4
Dette financière nette	**(50,1)**
Impôts différés actifs	9,3
Actifs financiers non courants	3,7
Titres mis en équivalence	0,7
Actifs financiers disponibles à la vente	0,1
Autres dettes	(13,1)
Autres actifs / passifs	**0,7**
Actif net - Part du Groupe	**58,3**

(i) Goodwill[56]

Les *goodwill* des Activités Poursuivies, d'un montant de 68,7 M€ au 30 juin 2017, n'ont pas évolué de manière significative au cours du premier semestre 2017[57], étant précisé que les acquisitions des sociétés Bâtir Group, Onyx et Envy réalisées par la division E&I avaient contribué à hauteur de 27,7 M€ à l'augmentation des *goodwill* au cours de l'exercice 2016 (§ 3.3).

À l'issue des tests d'*impairment* au 31 décembre 2016, une dépréciation pour perte de valeur a été comptabilisée à hauteur de 7,0 M€ sur la division Staffing ; en l'absence d'indice de perte de valeur, les *goodwill* au 30 juin 2017 n'ont pas été soumis à un nouveau test de dépréciation.

(ii) Besoin en Fonds de Roulement

Les divisions E&I et Staffing présentent un BFR positif au 30 juin 2017, équivalent à 47 jours de chiffre d'affaires :

[56] Source : RFS 2017, p. 19.
[57] Les acquisitions au cours du premier semestre 2017 des sociétés Automotive Solutions Germany GmbH (ASG) en Allemagne et Engineering Partner Automotive Nordic AB Concept en Suède, ont été réalisées par la division GPS.

M€	30-juin-17
Clients et comptes rattachés	143,5
Fournisseurs et comptes rattachés	(21,7)
Dettes fiscales et sociales	(73,2)
Autres	3,7
BFR	**52,3**
Chiffre d'affaires S1 2017	*204,5*
BFR en jours de CA	*47*

(iii) Autres dettes

Ce poste, d'un montant de 13,1 M€ au 30 juin 2017, est composé :

- de dettes sur acquisition de titres correspondant à des options de vente consenties aux actionnaires minoritaires de la société Envy acquise en juin 2016 pour un montant de 9,2 M€ ;
- de la dette sur dividendes futurs de la société Envy à hauteur de 3,8 M€ ; et
- de dettes sur immobilisations pour un montant de 0,1 M€.

(iv) Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges, d'un montant de 22,1 M€ au 30 juin 2017, outre les engagements de retraite et avantages du personnel évalués[58] à 11,6 M€, comprennent en éléments courants une enveloppe de 10,5 M€ principalement constituée d'une provision de 7,3 M€ pour litige fiscal concernant le crédit d'impôt recherche[59].

(v) Impôts différés

Le montant net des impôts différés actifs, qui s'élève à 9,3 M€ au 30 juin 2017, est formé principalement d'impôts différés au titre des déficits reportables activés et des provisions pour avantages envers le personnel.

(vi) Dettes financières

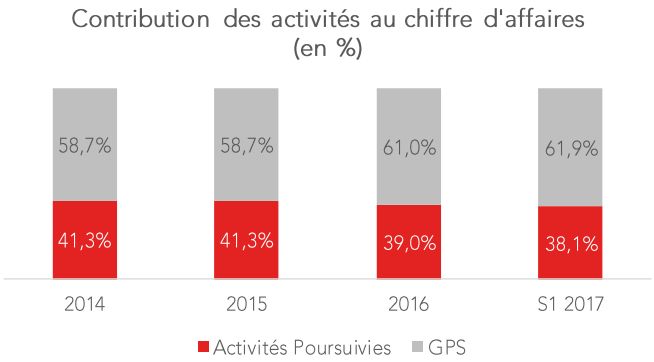
Les dettes financières, dont le solde s'établit à 108,4 M€ au 30 juin 2017, sont constituées principalement d'un crédit moyen terme de 80 M€ à échéance 2022 ainsi que d'un crédit renouvelable de 200 M€ échéance 2022 tiré au 30 juin 2017 à hauteur de 25 M€ ; ces emprunts ont été mis en place au cours du premier semestre 2017.

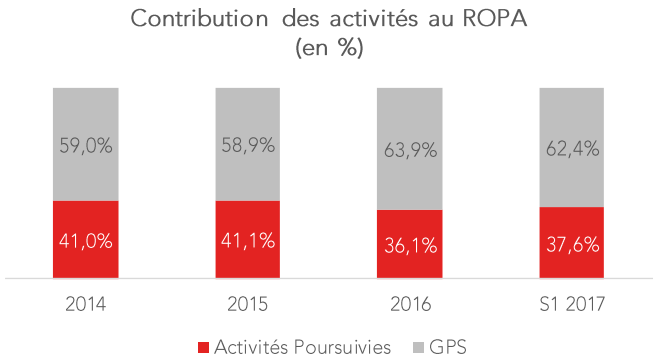
3.3.3. Comparaison des contributions par activité

La contribution de GPS et des Activités Poursuivies au chiffre d'affaires et au résultat opérationnel (ROPA) du Groupe a évolué comme suit entre 2014 et 2016 ; à des fins de comparaison, le chiffre d'affaires sur le premier semestre 2017 mentionné ci-après cumule

[58] Source : RFS 2017, p. 21.
[59] Source : DDR 2016, p. 134.

celui de GPS, neutralisé dans le compte de résultat consolidé du Groupe[60], et celui des Activités Poursuivies :





3.4. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces

- Acteur reconnu historiquement dans le secteur de l'énergie, proposant une offre à forte valeur ajoutée
- Référencement auprès de grands donneurs d'ordre Tier 1
- Participation au développement de la société Assystem Technologies Groupe positionnée sur des secteurs porteurs
- Trésorerie disponible pour la réalisation d'opérations de croissance externe

Faiblesses

- Chiffre d'affaires du Groupe encore fortement concentré sur le marché européen et présence limitée dans les pays émergents
- Diversification sectorielle insuffisante en cas de retournement conjoncturel sur les secteurs ciblés par le Groupe
- Dépendance forte vis-à-vis des principaux clients
- Division Staffing structurellement peu rentable

Opportunités

- Renforcement du partenariat stratégique avec EDF
- Recentrage sur le cœur de métier du Groupe dans un contexte de reconfiguration du paysage des acteurs nucléaires français
- Participation à la création de valeur de la division GPS et maintien de sa compétitivité face aux leaders de la R&D externalisée
- Développement de l'activité dans les pays émergents

Menaces

- Intensité concurrentielle entraînant un risque d'érosion des taux de marge
- Perte d'un client contribuant fortement au chiffre d'affaires et/ou à la marge du Groupe
- Aléas relatifs à la réorganisation de la filière nucléaire française
- Risques liés aux intégrations des sociétés acquises dans le cadre de la mise en œuvre d'une politique de croissance externe

[60] Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », seul le résultat net des Activités Poursuivies figure dans le compte de résultat consolidé du premier semestre 2017 ; Source : RFS 2017, p. 10 et p. 17.

4. ÉVALUATION MULTICRITÈRE

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de GPS et du titre Assystem (l' « **Action** »), dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les méthodes d'évaluation écartées et retenues (§ 4.1) ;
- l'évaluation de GPS (§ 4.2) ;
- l'évaluation de l'Action dans le cadre des Activités Poursuivies (§ 4.3).

4.1. Présentation des méthodes d'évaluation

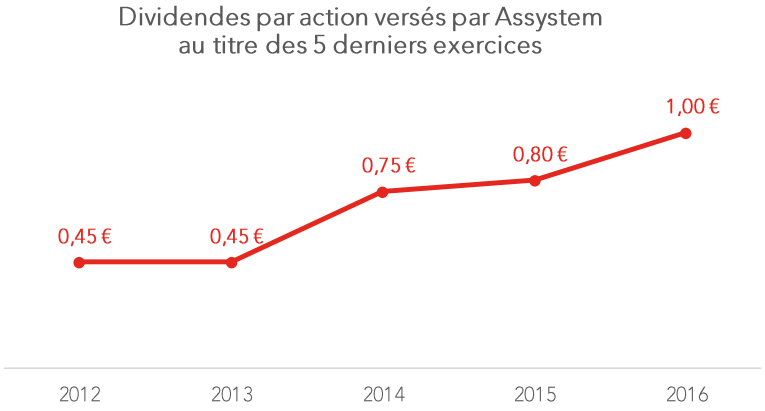
4.1.1. Méthodes de valorisation écartées

4.1.1.1. Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation dans le périmètre de GPS et des Activités Poursuivies, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC de GPS et des Activités Poursuivies[61], la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie.

4.1.1.2. *Discounted Dividend Model* (DDM)

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes à moyen terme, l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation. La Société a versé les dividendes suivants au titre des cinq derniers exercices clos ; le dividende par action de 1 €[62] au titre de 2016, voté en Assemblée Générale le 16 mai 2017, a été payé le 14 juin 2017 :



[61] Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe s'élèvent à 236,3 M€ au 30 juin 2017, dont 178 M€ imputables à GPS et 58,3 M€ imputables aux Activités Poursuivies (§ 3.3.2.3) ; Source : RFS 2017, p. 16.

[62] À l'issue de la Cession, de l'Investissement et du Réinvestissement, la Société envisage, sur le nouveau périmètre du Groupe correspondant aux Activités Poursuivies et à sa participation d'Assystem dans ATG et dans New Areva NP, de maintenir la distribution d'un dividende annuel de 1 € par Action ; Source : Projet de note d'information relative à l'Offre.

Nous avons mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat.

4.1.1.3. Valorisation analogique de GPS et des Activités Poursuivies par les transactions comparables

(i) Transactions externes au Groupe

Dans le cadre de la valorisation de l'Action, la méthode des comparables transactionnels ne nous paraît pas pertinente pour valoriser les Activités Poursuivies dont E&I, dans la mesure où peu de transactions sont intervenues récemment dans le secteur de l'énergie et des infrastructures, et où l'information qui s'en dégage est parcellaire.

Nous avons vainement tenté de valoriser GPS par transparence avec les multiples transactionnels observés sur le panel présenté en **Annexe 7** (§ 4.2.4).

(ii) Transactions internes au Groupe

Nous ne sommes pas en mesure de transposer les multiples d'acquisition par GPS et E&I des sociétés intégrées récemment[63] dans le Groupe, en raison de la disparité de taille des deux divisions avec ces sociétés, qui sous-valoriserait tant GPS que les Activités Poursuivies.

4.1.2. Méthodes de valorisation retenues à titre principal

4.1.2.1. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles[64] générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle ou valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, il est déduit de la valeur d'entreprise des activités opérationnelles l'endettement financier net.

4.1.2.2. Valorisation analogique par les comparables boursiers

La méthode d'évaluation analogique par les comparables boursiers est fondée sur des multiples observés sur des sociétés cotées exerçant des activités comparables à celles, d'une part, de GPS et, d'autre part, des Activités Poursuivies (essentiellement par référence à E&I).

[63] Acquisitions de 2016 à 2017 (§ 3.3).
[64] Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

Compte-tenu de l'hétérogénéité des besoins et des politiques d'investissements au sein du panel de comparables, nous avons privilégié les multiples médians de résultat opérationnel (VE/EBIT) présentés en **Annexe 11**.

Pour déterminer les multiples de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés :

- à la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne un mois au 12 octobre 2017 ; l'endettement financier net (ou le cas échéant la trésorerie nette comptable) s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;

- aux marges prévisionnelles, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes[65].

4.1.2.3. Référence au cours de bourse

Nous positionnons le Prix d'Offre par rapport à l'historique du cours de bourse de l'Action sur une moyenne période[66] et aux cours cible des *brokers* avant et après l'annonce de l'Opération intervenue le 11 mai 2017 (§ 2.2) ; nous estimons que depuis lors les objectifs de cours ont intégré les effets de l'Opération.

4.1.3. Méthode de valorisation retenue à titre secondaire

Nous avons mis en œuvre, à titre secondaire, une valorisation analogique par les comparables boursiers en appliquant les multiples médians d'excédent brut d'exploitation (VE/ EBITDA) présentés en **Annexe 11**.

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser GPS et les Activités Poursuivies selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;

- de résultat net (PER), qui conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur un échantillon de groupes internationaux.

[65] Source : *Bloomberg*.
[66] Moyenne pondérée des cours de bourse sur 12 mois.

4.2. Évaluation Multicritère de GPS

4.2.1. Données structurant l'évaluation

4.2.1.1. Date d'évaluation

L'évaluation de GPS est effectuée début octobre 2017, correspondant à la période la plus proche du *Closing*[67].

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.2.3.1) et le taux d'actualisation du Plan d'Affaires établi par la Direction d'Assystem (§ 4.2.2.1) ont également été déterminés début octobre 2017.

4.2.1.2. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de GPS – Approche intrinsèque

Nous présentons ci-après les ajustements entre la valeur d'entreprise de GPS (« **VE** ») et la valeur des capitaux propres (« **VCP** ») (3,0 M€) ayant fait l'objet d'un accord entre Assystem et Ardian dans le cadre de la fixation du Prix de la Cession, et établi à partir de la situation de trésorerie du Groupe au 31 décembre 2016[68] en l'ajustant principalement :

Au 31 décembre 2016 :

- de la différence de 15,5 M€ entre le BFR normatif[69] estimé par la Direction d'Assystem au 31 décembre 2016 et le BFR réel à cette date ;
- des compléments de prix à payer dans le cadre des acquisitions d'Aerotec (4,9 M€) et de Sud Aviation Service[70] (0,9 M€) ;
- des engagements de retraite liés au personnel de GPS en Allemagne (2,7 M€) et d'autres provisions pour risques et charges assimilables à des dettes (1,6 M€), sous déduction des impôts différés y afférents ;
- des actions gratuites attribuées aux *managers*, devant être refacturées par Assystem au groupe ATG (3,0 M€).

[67] Intervenu le 28 septembre 2017 (§ 2.2.1).
[68] Nous avons privilégié la date du 31 décembre 2016 en raison de l'exhaustivité de l'information disponible au titre du dernier exercice clos à cette date, étant précisé que les comptes consolidés de l'exercice 2016 ont servi à Assystem et à Ardian de base de négociation pour le passage de la valeur d'entreprise aux capitaux propres et fait l'objet de travaux de *due diligence*. Il nous a été indiqué, et nous nous sommes attachés à vérifier que l'information comptable et financière au 30 juin 2017, ainsi que les événements du troisième trimestre 2017, ne remettaient pas en cause la situation de trésorerie ainsi estimée à fin septembre 2017.
[69] Au regard notamment des cycles de facturation et d'encaissement des produits d'exploitation.
[70] Le complément de prix lié à l'acquisition en 2014 de Sud Aviation Services a été payé en mars 2017.

Au 30 septembre 2017 :

- des dividendes qui ont été remontés par les sociétés du périmètre GPS à Assystem avant le *Closing* (50,0 M€) ;
- du flux de trésorerie estimé par la Direction d'Assystem entre début janvier 2017 et fin septembre 2017 (29,8 M€), dont nous avons vérifié la cohérence au vu des informations disponibles à ce jour, net des *management fees* dus par GPS sur la période du 1er janvier 2017 jusqu'au *Closing* (5,0 M€) :

M€	30-sept.-17
Comptes courants avec Assystem	44,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	6,6
Passifs financiers courants	(0,4)
Trésorerie nette proforma au 31 décembre 2016	*50,8*
Ajustements liés au BFR	(15,5)
Compléments de prix	(5,8)
Engagements de retraite et autres provisions nets d'impôts différés	(4,3)
Refacturation d'actions gratuites par Assystem au groupe ATG	(3,0)
Trésorerie nette ajustée au 31 décembre 2016	*22,2*
Dividendes dus à Assystem avant le *Closing*	(50,0)
Flux de trésorerie estimé net de management fees au 30 septembre 2017	24,8
Passage de la VE à la VCP - Approche intrinsèque	(3,0)

Nous n'avons pas identifié d'autres ajustements à apporter au passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, et prenons acte de son caractère conventionnel entre Assystem et Ardian.

4.2.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de GPS – Approche analogique

Pour les besoins de la valorisation analogique de GPS, et en cohérence avec nos bases de données[71], nous avons neutralisé les ajustements relatifs aux compléments de prix restant dus à fin septembre 2017 (4,9 M€ sur un total de 5,8 M€ à fin décembre 2016) et aux provisions pour risques et charges incluant les engagements de retraite (4,3 M€) :

M€	30-sept.-17
Passage de la VE à la VCP - Approche intrinsèque	*(3,0)*
Compléments de prix	4,9
Engagements de retraite et autres provisions nets d'impôts différés	4,3
Passage de la VE à la VCP - Approche analogique	6,2

[71] Les bases de données se réfèrent pour les comparables boursiers à la dette comptable issue des documents de référence ou de ce qui en tient lieu *stricto sensu*.

4.2.2. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

La valeur intrinsèque de GPS a été déterminée au 30 septembre 2017 en actualisant à compter de cette date, très proche du *Closing*, les flux de trésorerie prévisionnels issus du Plan d'Affaires élaboré par la Direction d'Assystem sur la période 2017-2021 (la « **Période Explicite** »).

4.2.2.1. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé selon la méthode directe au coût du capital (*Cost of Capital* ou CoC) ; il est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de GPS, non endetté.

Le taux d'actualisation a donc été calculé en recourant à un beta médian désendetté de **1,22**[72] déterminé à partir de l'échantillon de sociétés cotées comparables à GPS (§ 4.2.3.1). Les autres composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)[73] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,2%**[74].
- une prime de risque spécifique de **1,0%** afin de tenir compte de plusieurs facteurs qui, bien que difficilement quantifiables, nous semblent significatifs dans l'appréciation de la valeur de GPS, en particulier :
  - le poids important des principaux clients dans le chiffre d'affaires de la division ;
  - une taille inférieure à celle des comparables, induisant une plus forte vulnérabilité aux cycles économiques des secteurs sous-jacents auxquels GPS s'adresse et à son environnement concurrentiel (§ 4.2.3.1).

Sur cette base, le taux d'actualisation ressort à **10,6%** :

Taux d'actualisation	
Taux sans risque	0,8%
Beta désendetté	1,22
Rendement de marché	8,0%
Prime de marché	7,2%
Prime de taille	1,0%
Coût du Capital	**10,6%**

[72] Beta 1 an ; Source : *Bloomberg*.
[73] Source : Banque de France.
[74] Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 8,0 % qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8 %, induit une prime de risque de 7,2 % ; Source : Ledouble, septembre 2017.

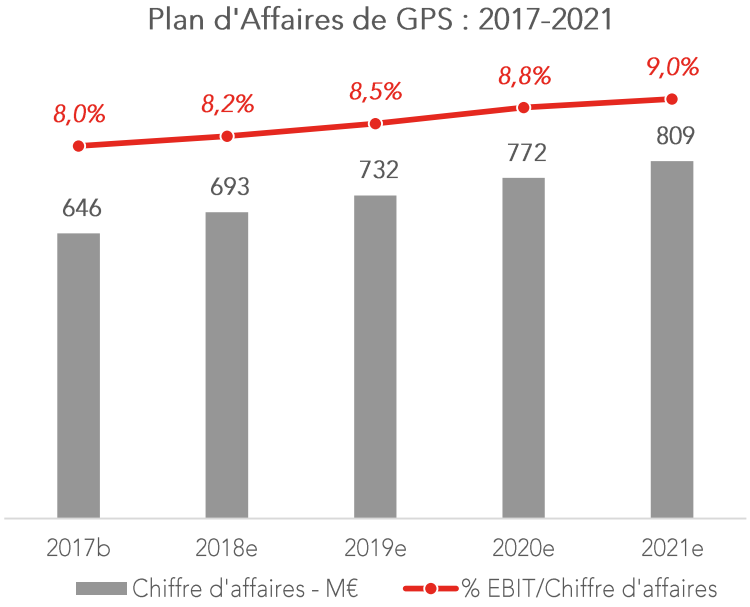
4.2.2.2. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **1,8%** à l'horizon de la fin de la Période d'Extrapolation du Plan d'Affaires en lien avec les prévisions d'inflation à long terme[75] (§ 4.2.2.3.ii).

4.2.2.3. Plan d'Affaires

(i) Plan d'Affaires GPS 2017-2021

Le Plan d'Affaires *stand alone i.e.* antérieur à la Cession, établi par la Direction d'Assystem en 2017 et actualisé avant la Cession, s'étend sur la Période Explicite 2017 à 2021. Nous avons mené une revue critique de ce Plan d'Affaires et échangé avec la Direction d'Assystem sur les hypothèses retenues ; nous avons par ailleurs eu confirmation de la relative convergence de vues sur ce Plan d'Affaires entre la Direction d'Assystem et la Direction d'Ardian, sans préjuger des intentions d'Ardian quant au développement futur de GPS et des moyens financiers qui devront y être consacrés :



En l'occurrence, les principales hypothèses sous-jacentes au Plan d'Affaires sont les suivantes :

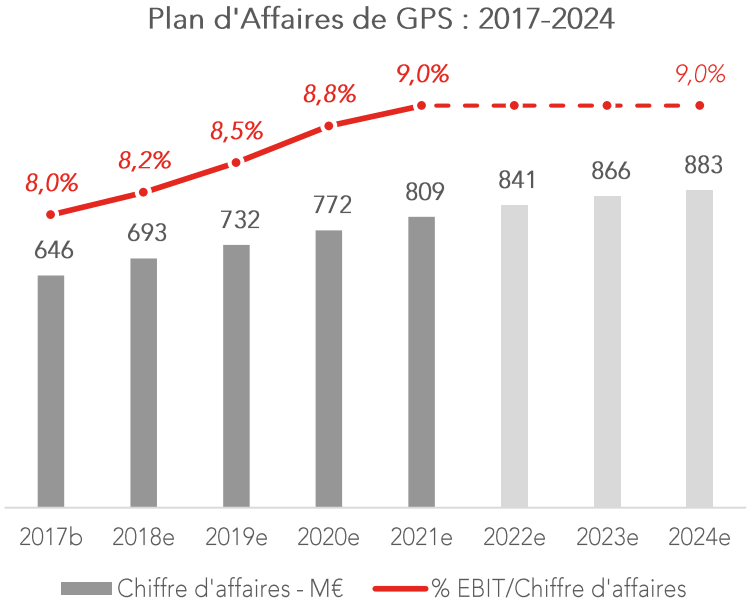
- une augmentation du chiffre d'affaires caractérisée par :
  - la bonne dynamique des volumes d'affaires attendue en Europe sur les segments aéronautique et automobile,
  - le développement de l'activité en Allemagne, notamment sur le segment automobile, et
  - le renforcement de l'offre « Systèmes et Électronique » dans le mix services,
  - de sorte que, bien qu'en diminution sur la Période Explicite, le poids des principaux clients dans l'activité reste conséquent jusqu'à la fin de la Période Explicite ;

[75] Source : FMI, « Perspective de l'économie mondiale », avril 2017.

- un niveau d'EBIT[76] en forte progression essentiellement en valeur, sous l'effet de la croissance des volumes d'affaires, et dans une moindre mesure en pourcentage du chiffre d'affaires grâce aux économies d'échelle réalisées sur les charges de structure fixes ;
- un taux d'impôt sur les sociétés rapporté à l'EBIT compris entre 24% et 27%, compte-tenu de la non-imposition du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE) ;
- un niveau de BFR estimé à environ 15 jours de chiffre d'affaires ;
- un besoin d'investissement estimé à environ 1% du chiffre d'affaires.

(ii) Extrapolation du Plan d'Affaires et estimation du flux normatif

Nous avons procédé à l'étirement du Plan d'Affaires au-delà de la Période Explicite 2017-2021, sur une période de transition de trois années supplémentaires jusqu'en 2024 (la « **Période d'Extrapolation** »), afin d'appréhender la complète maturité du périmètre GPS :



La prolongation du Plan d'Affaires sur la période de transition 2022 à 2024 et la détermination de la valeur terminale au-delà de 2024 reposent sur les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires tendant vers le taux de croissance perpétuelle de 1,8% en année terminale (§ 4.2.2.2) ;
- un taux d'EBIT de l'ordre de 9% du chiffre d'affaires, niveau résultant des taux de marge prévisionnels retenus par la Direction d'Assystem sur la Période Explicite ;
- un niveau d'imposition stable à 27% de l'EBIT et le maintien du niveau de BFR et des besoins en investissement par rapport au chiffre d'affaires à la fin de la Période Explicite.

La valeur terminale retenue à la fin de Période d'Extrapolation résulte :

[76] L'EBIT se différencie du ROPA par la prise en compte des charges de structure estimées par la Direction d'Assystem pour assurer un fonctionnement autonome de la division GPS.

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent, et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

4.2.2.4. Synthèse de la valorisation de GPS en DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise de GPS et, en considérant les éléments de passage de 3 M€ (§ 4.2.1.2), des capitaux propres de la division aux variations croisées :

- du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale, et
- du taux d'EBIT et du taux d'imposition dans leur progression sur la Période d'Extrapolation et dans le calcul de la valeur terminale.

(i) Sensibilité aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance

Valeur d'entreprise de GPS

En M€		Coût du Capital				
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
Taux de croissance perpétuelle (g)	1,3%	625,0	589,0	556,9	528,1	502,1
	1,6%	638,3	600,5	566,9	536,9	509,9
	1,8%	652,4	612,6	**577,5**	546,1	518,0
	2,1%	667,4	625,5	588,7	555,9	526,6
	2,3%	683,4	639,3	600,5	566,2	535,7

Valeur des capitaux propres de GPS

En M€		Coût du Capital				
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
Taux de croissance perpétuelle (g)	1,3%	622,0	586,0	553,9	525,1	499,1
	1,6%	635,3	597,5	563,9	533,9	506,9
	1,8%	649,4	609,6	**574,5**	543,1	515,0
	2,1%	664,4	622,5	585,7	552,9	523,6
	2,3%	680,4	636,3	597,5	563,2	532,7

(ii) Sensibilité aux variations du taux d'EBIT et du taux d'imposition

Valeur d'entreprise de GPS

En M€		Taux d'EBIT				
		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Taux d'IS	28,0%	612,4	591,9	571,3	550,8	530,2
	27,5%	615,8	595,1	574,4	553,7	533,0
	27,0%	619,1	598,3	**577,5**	556,6	535,8
	26,5%	622,5	601,5	580,5	559,5	538,6
	26,0%	625,8	604,7	583,6	562,5	541,4

Valeur des capitaux propres de GPS

En M€		Taux d'EBIT				
		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Taux d'IS	28,0%	609,4	588,9	568,3	547,8	527,2
	27,5%	612,8	592,1	571,4	550,7	530,0
	27,0%	616,1	595,3	**574,5**	553,6	532,8
	26,5%	619,5	598,5	577,5	556,5	535,6
	26,0%	622,8	601,7	580,6	559,5	538,4

Sur la base de ces analyses de sensibilité, l'évaluation des capitaux propres de GPS, centrée à **574,5** M€**,** s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **533,9** M€ et **622,5** M€**,** mettant en évidence la sensibilité importante de la valeur d'entreprise et de la valeur des capitaux propres aux paramètres d'évaluation.

4.2.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous avons appréhendé la valorisation analogique de l'activité GPS par référence aux multiples de résultat d'exploitation (EBIT) et d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) du panel de comparables boursiers exposé ci-après.

4.2.3.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à la division GPS réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone d'implantation.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées en Europe évoluant sur le marché de l'ingénierie et du conseil en technologies.

Notre échantillon de sociétés comparables à GPS est détaillé en **Annexe 8**[77] (descriptif des activités, de l'actionnariat et de la répartition du chiffre d'affaires), en **Annexe 10** (performances financières) et en **Annexe 11** (multiples boursiers).

Société	Pays	Capitalisation boursière - 1 mois (M€)
Altran Technologies	France	2 709
Alten	France	2 566
Akka Technologies	France	968
Bertrandt	Allemagne	823
Ricardo	Royaume-Uni	421
Edag Engineering Group	Allemagne	331
Médiane		**895**
Moyenne		**1 303**

Compte tenu notamment de la proximité de la date du *Closing* par rapport à la fin de l'année en cours, nous privilégions les multiples 2018 et 2019[78] associés aux éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres dans le cadre de l'approche analogique au 30 septembre 2017 (§ 4.2.1.3.) et appliquons une décote de 15%[79] sur ces multiples afin de tenir compte de la moindre taille de GPS par rapport à celle des comparables.

4.2.3.2. Synthèse de la valorisation de GPS par les comparables boursiers

Par l'application aux agrégats prévisionnels 2018 et 2019 issus du Plan d'Affaires des multiples médians VE/EBIT affectés d'une décote de 15% en cohérence avec la prime de risque spécifique intégrée dans le taux d'actualisation en valorisation intrinsèque (§ 4.2.2.1), et après prise en compte du passage de la VE à la VCP en approche analogique de 6,2 M€ (§ 4.2.1.3), la valorisation analogique boursière de GPS s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **542,1 M€** et **549,3 M€** :

M€	2017e	2018e	2019e
Agrégats GPS	51,8	57,0	62,2
Multiples d'EBIT médians	14,4x	11,2x	10,1x
Décote	*15%*	*15%*	*15%*
Multiples d'EBIT médians après décote	12,3 x	9,5 x	8,6 x
Valeur d'entreprise de GPS	**635,9**	**543,1**	**535,9**
Passage de la VE à la VCP	6,2	6,2	6,2
Valeur des capitaux propres de GPS	**642,1**	**549,3**	**542,1**

[77] Nous avons écarté de l'échantillon les sociétés Sogeclair et Société pour l'Informatique Industrielle (SII) en raison du faible suivi de leurs titres par les analystes.
[78] Les multiples 2017 sont en outre, pour certains comparables de GPS (en particulier Edag Engineering Group et Ricardo), biaisés par un niveau de rentabilité opérationnelle non normatif ; ce biais n'est pas observé dans les mêmes proportions en ce qui concerne les Activités Poursuivies, pour lesquelles nous avons retenu les trois années de consensus.
[79] La décote de 15% appliquée sur les multiples boursiers est proche de la décote implicite obtenue en DCF sur la valeur d'entreprise, par application de la prime spécifique de 1% dans le taux d'actualisation (§ 4.2.2.1).

À titre secondaire, en appliquant aux agrégats prévisionnels 2018 et 2019 les multiples médians VE/EBITDA affectés de la même décote de 15% mentionnée *supra*, et après prise en compte de la dette financière nette de GPS à hauteur de 6,2 M€ (§ 4.2.1.3), la valorisation analogique boursière de GPS s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **483,1 M€** et **483,8 M€** :

M€	2017e	2018e	2019e
Agrégats GPS	58,4	64,2	69,7
Multiples d'EBITDA médians	10,2x	8,8x	8,0x
Décote	*15%*	*15%*	*15%*
Multiples d'EBITDA médians après décote	8,6 x	7,4 x	6,8 x
Valeur d'entreprise de GPS	**504,4**	**477,6**	**476,9**
Passage de la VE à la VCP	6,2	6,2	6,2
Valeur des capitaux propres de GPS	**510,6**	**483,8**	**483,1**

4.2.4. Valorisation analogique par les transactions comparables

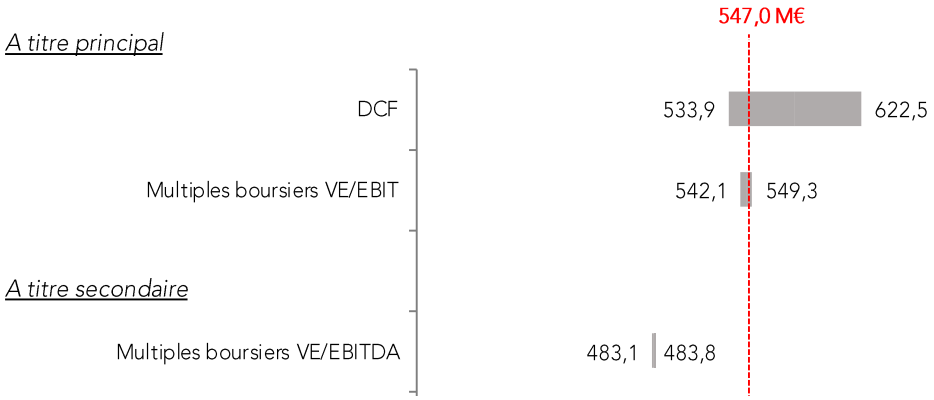
Nous avons constitué un panel à partir de transactions observées depuis 2015 dans le secteur de l'ingénierie et du conseil en technologies en Europe, dont nous avons considéré que les cibles pouvaient en théorie être comparées à GPS ; ces transactions sont recensées en **Annexe 7**.

Toutefois les différences de taille de ces transactions par rapport à la Cession, ainsi que le caractère parcellaire des informations issues de nos bases de données et des notes de *brokers* ne nous ont pas permis de mener cette analyse à son terme.

4.2.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère de GPS

Les valeurs obtenues à l'issue de notre Évaluation Multicritère de GPS, résumées dans le tableau ci-dessous, positionnent le Prix de la Cession (547 M€) à un niveau compatible avec nos fourchettes de valorisation retenues à titre principal, et au-dessus de la valorisation retenue à titre secondaire :

Synthèse de l'Evaluation Multicritère de GPS (M€)



La Cession acte le recentrage des activités d'Assystem sur la division E&I, qui constitue historiquement son cœur de métier, et doit permettre, à un stade où GPS a atteint à l'échelle du Groupe une taille critique, de redéployer les activités de GPS au sein d'Assystem Technologies en y allouant des moyens financiers élargis à ceux d'Ardian ; elle a été librement consentie par les parties, Assystem et Ardian n'étant en l'occurrence liés par aucun flux d'affaires ni lien capitalistique.

En synthèse, nous estimons que les termes de la Cession, sur la base d'un Prix de la Cession de 547 M€, sont équitables pour les actionnaires d'Assystem.

4.3. Évaluation Multicritère de l'Action Assystem

4.3.1. Données structurant l'évaluation

4.3.1.1. Nombre d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation unitaire de l'Action est de **21.363.596** actions ; il intègre les éléments suivants :

- un volant de 22.218.216 actions émises (§ 2.2.2) ;
- minoré des 1.057.572 actions auto-détenues (§ 2.2.2) ;
- majoré de 202.952[80] ADP Non Livrées assimilées à des actions gratuites (§ 2.2.2.3) :

Nombre dilué d'actions Assystem	
Nombre d'actions en circulation	22 218 216
Actions auto-détenues	(1 057 572)
Actions gratuites	202 952
Nombre dilué d'actions	**21 363 596**

4.3.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation de l'Action s'entend au 30 septembre 2017 et prend ainsi en compte la Cession suivie de l'Investissement réalisé par la Société pour un montant de 124,3 M€ correspondant à la souscription par Assystem au capital et aux obligations convertibles d'ATG dans le cadre du financement de l'Opération (§ 2.2.3).

Nous avons en outre considéré que :

- le Réinvestissement dans New Areva NP serait réalisé à sa juste valeur de 125 M€ correspondant à la quote-part de 5% d'Assystem au capital de New Areva NP (2,5 Md€[81]) hors éventuels ajustements et compléments de prix ;

[80] Une décote de 20% a été appliquée aux ADP Non Livrées (253.690), hypothèse retenue par Ardian et Assystem dans le cadre de la Cession de l'activité GPS afin de tenir compte de la probabilité de départ de certains bénéficiaires.
[81] Par référence à la valeur publiée par Areva ; Source : Communiqué de presse d'Areva, « EDF et Areva signent les accords engageants pour la cession des activités d'Areva NP », 16 novembre 2016.

- dès lors la valeur des titres New Areva NP dans les livres de la Société sera la contrepartie du décaissement nécessaire au Réinvestissement.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action Assystem est le 10 mai 2017, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération intervenue le lendemain avant l'ouverture de la bourse.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.3.4) et le taux d'actualisation du *Business Plan* des Activités Poursuivies tel que défini *infra* (§ 4.3.3.3) ont été déterminés début octobre 2017.

4.3.1.3. Trésorerie nette

Nous avons estimé la trésorerie nette du Groupe au 30 septembre 2017 à partir des comptes semestriels consolidés au 30 juin 2017, faisant ressortir un endettement net des Activités Poursuivies de 50,1 M€[82].

La trésorerie nette comptable du Groupe, d'un montant de **371,3 M€** au 30 septembre 2017, est principalement composée de l'endettement net des Activités Poursuivies mentionné *supra*, ainsi que du *cash* résiduel de la cession de GPS *post* Investissement de 403,9 M€[83] ; nous avons également pris en compte le flux net de trésorerie lié à l'activité et aux investissements sur le troisième trimestre 2017 des Activités Poursuivies pour un montant de 17,5 M€[84] :

En M€	30-sept.-17
Trésorerie et équivalents de trésorerie	30,4
Dette financière	(108,4)
Comptes courants vis-à-vis des activités en cours de cession	27,5
Instruments dérivés	0,4
Trésorerie nette comptable au 30 juin 2017	**(50,1)**
Cash résiduel de la cession de GPS à 60%	403,9
Estimation du flux net de trésorerie sur le T3 2017	17,5
Trésorerie nette comptable au 30 septembre 2017	**371,3**

(i) Trésorerie nette en valorisation analogique

En cohérence avec nos bases de données[85], nous retenons pour la valorisation analogique de l'Action la trésorerie nette comptable du Groupe au 30 septembre 2017, en l'ajustant des

[82] Source : RFS 2017, p. 16.
[83] Prix de la Cession : 547 M€ (§ 4.2.5) - Montant de l'Investissement : 124,3 M€ (§ 4.3.1.2) - Frais de transaction et taxes : 18,9 M€ (estimation forfaitaire à ce jour *versus* 25 M€ annoncés dans le communiqué de presse du 11 mai 2017 annonçant l'Opération).
[84] Estimation forfaitaire retenue à hauteur de 50% du flux attendu par la Direction d'Assystem sur le second semestre 2017 ; cette approche conduit à maximiser le flux de trésorerie du troisième trimestre 2017, dans la mesure où elle ne tient notamment pas compte des effets de saisonnalité des encaissements des produits d'exploitation, ni de l'échéancier d'encaissement de la créance de crédit d'impôt recherche attendu pour un montant de 9 M€.
[85] Les bases de données se réfèrent pour les comparables boursiers à la dette comptable issue des documents de référence ou de ce qui en tient lieu *stricto sensu*.

intérêts minoritaires et de la trésorerie provenant de la refacturation des actions gratuites à Ardian[86] sur le périmètre GPS en regard du nombre d'actions dilué (§ 4.3.1.1) :

En M€	30-sept.-17
Trésorerie nette comptable au 30 septembre 2017	*371,3*
Trésorerie provenant de la refacturation des actions gratuites à Ardian	3,0
Intérêts minoritaires	(0,1)
Trésorerie nette ajustée - Approche analogique	374,2

(ii) Trésorerie nette en valorisation intrinsèque

La trésorerie nette ajustée de **345,2 M€** que nous retenons pour la valorisation intrinsèque de l'Action correspond à la trésorerie nette ajustée en approche analogique mentionnée *supra* (i) retraitée par ailleurs :

- des provisions pour risques et charges nettes d'impôts différés (16,6 M€) composées principalement des provisions pour retraite pour un montant de 8,1 M€[87] et d'une provision pour litige fiscal à hauteur de 7,3 M€ (§ 3.3.2.3.iv) ;
- des dettes sur acquisition de titres correspondant à des options de vente consenties aux actionnaires minoritaires de la société Envy acquise en juin 2016 et intégrée au sein de la division E&I, pour un montant de 9,2 M€ (§ 3.3) ;
- de la dette sur dividendes futurs de la société Envy à hauteur de 3,8 M€ ;
- du montant des participations mises en équivalence[88], dont nous avons considéré, au vu des informations qui nous ont été transmises, qu'il n'y avait pas lieu de les revaloriser :

En M€	30-sept.-17
Trésorerie nette ajustée - Approche analogique	*374,2*
Provisions pour retraite nette des IDA	(8,1)
Autres provisions nettes d'impôts différés	(8,5)
Dettes sur acquisition de titres	(9,2)
Dividendes de la société Envy à verser	(3,8)
Participations dans des entreprises associées	0,7
Actifs financiers disponibles à la vente	0,1
Dettes sur immobilisations	(0,1)
Trésorerie nette ajustée - Approche intrinsèque	345,2

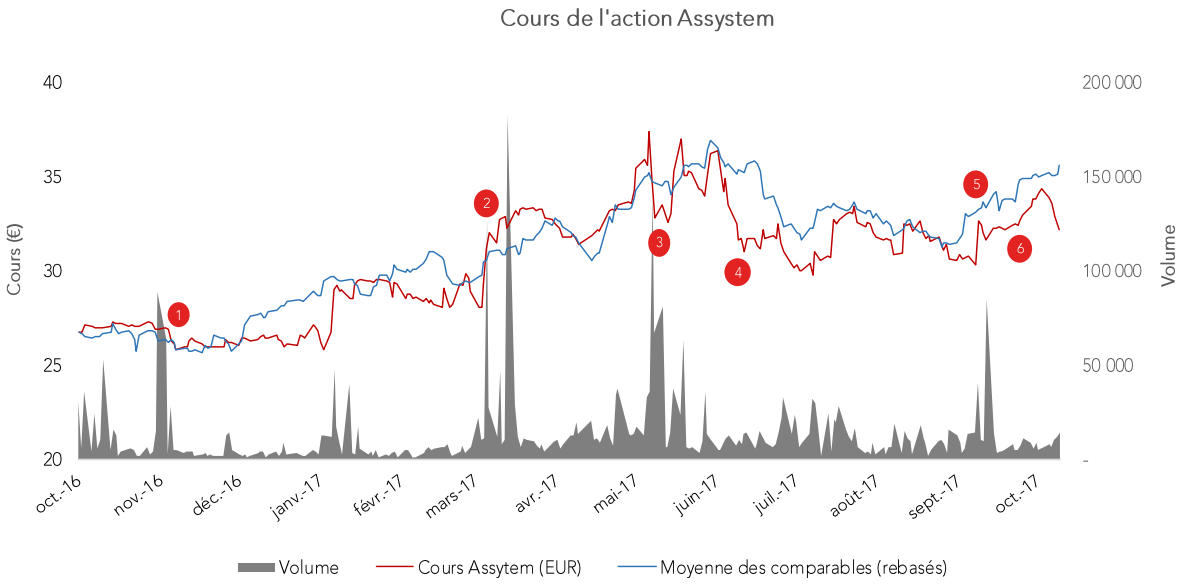
4.3.2. Référence au cours de bourse

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours.

[86] Source : Direction d'Assystem.
[87] Provision pour retraite : 11,6 M€ - impôt différé actif (IDA) : 3,5 M€.
[88] Source : DDR 2016, p. 97.

4.3.2.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours du titre Assystem par rapport à la moyenne des plus proches comparables historiques[89] sur le périmètre du Groupe antérieur à la Cession, observée sur les 12 derniers mois :



1	7-nov.-16	Annonce de l'acquisition de BATIR Groupe
2	8-mars-17	Publication des résultats annuels 2016
3	11-mai-17	Annonce de deux décisions stratégiques : (1) Cession de 60% de GPS ; (2) Prise de participation de 5% au capital de New Areva NP
4	12-juin-17	Détachement du dividende de 1 €
5	11-sept.-17	Publication des résultats du 1er semestre 2017
6	28-sept.-17	Finalisation de la cession du contrôle de GPS à Ardian

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action au cours des douze derniers mois sont les suivantes :

- une performance en ligne avec la moyenne des comparables et une hausse continue du cours jusqu'au 10 mai 2017, avec un plus haut niveau historique atteint à cette date à 37,4 € (cours de clôture)[90], à la veille de l'annonce de la Cession ;
- une baisse à la suite de l'annonce de la Cession et de l'Investissement, avec un décrochage du cours de l'ordre de 9,2%[91] le 12 mai 2017 à 33,2 € ;
- une forte volatilité à la suite de l'annonce des décisions stratégiques, de l'ordre de 35% entre le 10 mai 2017 et le 10 octobre 2017, en comparaison d'une volatilité de l'ordre de 29% entre le 10 décembre 2016 et le 10 mai 2017.

[89] Akka Technologies, Alten et Altran, constituant avec Assystem le panel de référence usuel des sociétés de conseil en technologies.
[90] A titre informatif, le CMPV au 10 mai 2017 ressort à 36,5 €.
[91] En comparaison avec le cours moyen pondéré par les volumes observé le 10 mai 2017 à la veille de l'annonce, de 36,5 €.

Le tableau ci-après récapitule les cours moyens pondérés par les volumes au 10 mai 2017[92] :

Date de référence	10-mai-17
Spot	37,4 €
CMPV 1 mois	33,7 €
CMPV 3 mois	32,1 €
CMPV 6 mois	31,0 €
CMPV 12 mois	27,5 €
+ haut CMPV 12 mois	36,5 €
+ bas CMPV 12 mois	21,5 €

Au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le CMPV de l'action Assystem a évolué dans une fourchette comprise entre **21,5 €** et **36,5 €**[93].

À titre d'information complémentaire :

- sur la base d'un flottant représentant 34,4% du capital (§ 2.2.2), près de 40% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération :

Assystem - Rotation du flottant	
	10-mai-17
Nombre de titres échangés (12 mois)	2 961 730
Flottant	7 632 237
Rotation du flottant (%)	**38,8%**
Rotation du flottant (années)	**2,6**

- au 13 octobre 2017, dernier jour de bourse avant la signature du Rapport et sa présentation au Conseil d'Administration, le cours de clôture s'établit à 32 €.

4.3.2.2. Cours cible[94]

Nous avons recensé les derniers objectifs de cours et recommandations des *brokers* en charge du suivi du titre Assystem précédant l'annonce de l'Opération ; le tableau ci-dessous mentionne également la prime induite par le prix de l'Offre de 37,5 € au regard du cours cible de chaque analyste :

[92] Source : *Bloomberg*.
[93] Respectivement le 26 septembre 2016 et le 10 mai 2017, veille de l'annonce de l'Opération.
[94] Nous nous sommes attachés à recenser l'ensemble des objectifs de cours du titre Assystem, par référence aux informations disponibles dans nos bases de données ; nous ne sommes cependant pas en mesure d'en garantir l'exhaustivité, en raison notamment d'un embargo affectant ces sources d'informations pour les notes de *brokers* les plus récentes.

Analyste	Date	Recommandation	Cours cible	Prime/(décote) induite
Prix de l'Offre : 37,5 €				
Gilbert Dupont	4-mai-17	Acheter	40,4 €	(7,2%)
CM - CIC	28-avr.-17	Neutre	32,0 €	17,2%
Invest Securities	28-avr.-17	Neutre	31,0 €	21,0%
Kepler Cheuvreux	28-avr.-17	Acheter	38,5 €	(2,6%)
Midcap Partners	28-avr.-17	Neutre	35,0 €	7,1%
Oddo Securities	28-avr.-17	Acheter	37,0 €	1,4%
Médiane			**36,0 €**	**4,2%**
Moyenne			**35,7 €**	**5,2%**

Postérieurement à l'annonce de l'Opération, seuls Kepler Cheuvreux et Gilbert Dupont maintiennent un cours cible supérieur au Prix d'Offre :

Analyste	Date	Recommandation	Cours cible	Prime/(décote) induite
Prix de l'Offre : 37,5 €				
Gilbert Dupont	13-sept.-17	Acheter	39,0 €	(3,8%)
Invest Securities	13-sept.-17	Neutre	31,0 €	21,0%
Kepler Cheuvreux	13-sept.-17	Acheter	38,5 €	(2,6%)
Natixis	13-sept.-17	Neutre	35,0 €	7,1%
Oddo Securities	13-sept.-17	Neutre	36,0 €	4,2%
CM - CIC	12-sept.-17	Vendre	32,0 €	17,2%
Médiane			**35,5 €**	**5,6%**
Moyenne			**35,3 €**	**6,4%**

Il ressort de l'analyse des notes de *brokers* que les cours cible n'ont pas évolué de manière significative avant et après l'annonce de l'Opération.

Deux analystes (Gilbert Dupont et Oddo Securities) ont cependant abaissé leurs objectifs de cours, afin de prendre en compte un potentiel manque de visibilité sur la prise de participation de la Société dans New Areva NP et sur les investissements futurs. En outre, Invest Securities justifie le bien-fondé d'une décote de *holding* sur la valorisation du Groupe au titre de l'Investissement et du Réinvestissement portant sur des participations non majoritaires respectivement dans Ardian et New Areva NP ; nous ne retenons toutefois pas de décote de *holding* dans nos valorisations d'Assystem.

4.3.3. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Nous avons exploité les projections sous-tendant les tests d'*impairment* de E&I et Staffing qui constituent avec GPS les trois segments opérationnels et Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) du Groupe au 31 décembre 2016[95] (§ 3.3.2.3.i), et constaté qu'elles extériorisent des valorisations sensiblement inférieures au Prix d'Offre.

[95] Source : DDR 2016, p. 93.

En l'absence de plan d'affaires de la Direction d'Assystem sur les Activités Poursuivies, nous avons recherché la valeur intrinsèque de l'Action au 30 septembre 2017 en actualisant à compter de cette date les flux de trésorerie prévisionnels issus d'un *Business Plan* sur la période 2018-2019 que nous avons construit sur la base d'un consensus de *brokers* postérieur à l'annonce de l'Opération[96].

4.3.3.1. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé selon la méthode directe au coût du capital (*Cost of Capital* ou CoC) ; le taux d'actualisation est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique des Activités Poursuivies, non endetté.

Le taux d'actualisation a donc été calculé en recourant à un beta moyen désendetté de **1,23**[97] déterminé à partir de l'échantillon de sociétés cotées comparables (§ 4.3.4.1) évoluant dans les secteurs des Activités Poursuivies, plus particulièrement de E&I, compte tenu de son poids prépondérant par rapport à Staffing (§ 3.3.2.1 et § 3.3.2.2). Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)[98] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,2%**[99] ;
- une prime de taille par rapport aux comparables de **1%** (§ 4.3.4.1).

Le niveau de prime additionnelle de 1 %[100] présentement retenu, en lien avec le différentiel de taille, est cohérent avec les études académiques publiées sur ce sujet[101].

Sur cette base, le taux d'actualisation estimé ressort à **10,7%** :

Taux d'actualisation	
Taux sans risque	0,8%
Beta moyen désendetté 1 an	1,23
Rendement de marché	8,0%
Prime de marché	7,2%
Prime de taille	1,0%
Coût du Capital	**10,7%**

[96] CM-CIC (12 septembre 2017), Gilbert Dupont (13 septembre 2017), Natixis (13 septembre 2017) et Invest Securities (13 septembre 2017) (§ 4.3.2.2).
[97] Beta 1 an ; Source : *Bloomberg*.
[98] Source : Banque de France.
[99] Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 8,0%, qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8%, induit une prime de risque de 7,2% ; Source : Ledouble, septembre 2017.
[100] Consensus de place et étude longitudinale du différentiel de rendement entre « *small cap* » et « *large cap* ».
[101] Dont :
- Duff & Phelps (2016). *2016 Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.* (analyse longitudinale conduite sur plusieurs décennies), chapitre 7, pp. 7-9 à 7-11 ;
- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « Firm Value and Marketability Discounts » ;
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre.

4.3.3.2. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **1,8%** à l'horizon de la fin de la Période d'Extrapolation du *Business Plan* en lien avec les prévisions d'inflation à long terme[102] (§ 4.3.3.3.ii).

4.3.3.3. *Business Plan*

(i) Perspectives des Activités Poursuivies

La Direction n'ayant pas établi, dans le cadre de l'Opération, de plan d'affaires permettant de valoriser les divisions E&I et Staffing, nous avons construit un *Business Plan* sur la base d'un consensus de *brokers* sur la période 2018-2019 (« la **Période Explicite** »)[103]. Le flux net de trésorerie lié à l'activité et aux investissements des Activités Poursuivies au titre de l'exercice 2017, se résumant au quatrième trimestre, d'un montant de 17,5 M€, a été fixé à l'identique du flux de trésorerie du troisième trimestre 2017 (§ 4.3.1.3)[104].

Le *Business Plan* est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une augmentation du chiffre d'affaires en relation avec le dynamisme du secteur nucléaire et le redressement anticipé de l'activité Staffing ;
- un taux de marge d'EBIT en progression par rapport à l'historique du fait de l'amélioration de la rentabilité prévue sur l'activité E&I ;
- un taux d'impôt sur la Période Explicite à hauteur de 29,5%[105], proche du taux d'imposition en vigueur en France, compte tenu de la prépondérance de la contribution à la rentabilité des Activités Poursuivies au sein de l'hexagone ;
- un niveau de BFR normatif stabilisé à environ 47 jours de chiffre d'affaires (§ 3.3.2.3.ii).

(ii) Extrapolation du *Business Plan* et estimation du flux normatif

Nous avons extrapolé le *Business Plan* sur une période de transition de cinq années supplémentaires jusqu'en 2024 (la « **Période d'Extrapolation** ») afin d'aboutir *in fine* à un niveau de croissance du chiffre d'affaires en ligne avec le taux de croissance perpétuelle retenu.

---

[102] Source : FMI. « Perspective de l'économie mondiale », avril 2017.
[103] Comme indiqué *supra*, nous nous sommes par ailleurs assurés que les plans d'affaires des divisions E&I et Staffing établis par la Société dans le cadre des *impairment tests* à fin 2016 ne faisaient pas ressortir une valeur de l'Action supérieure à celle obtenue à partir du *Business Plan* issu du consensus de *brokers*.
[104] En lien avec l'estimation du flux de trésorerie de l'ordre de 35 M€ pour les Activités Poursuivies sur le second semestre 2017. Source : Communiqué de presse, Résultats semestriels 2017, « Une solide performance, portée par la croissance des activités », 11 septembre 2017, p.3.
[105] Source : Direction d'Assystem.

La prolongation du Plan d'Affaires sur la période de transition 2020-2024 et la détermination de la valeur terminale au-delà de 2024 reposent sur les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires tendant vers le taux de croissance perpétuelle de 1,8% en année terminale (§ 4.3.3.2) ;
- un taux d'EBIT, un taux d'impôt et un niveau de BFR normatif comparables à ceux retenus sur la Période Explicite ;
- des investissements à hauteur de 1,1% du chiffre d'affaires sur la Période d'Extrapolation en ligne avec le niveau des dotations aux amortissements pour la détermination du flux normatif.

La valeur terminale retenue à la fin de la Période d'Extrapolation résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent ; et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

4.3.3.4. Synthèse de la valorisation de l'Action en DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et, en y ajoutant 469,5 M€ correspondant à la trésorerie nette ajustée de 345,2 M€ (§ 4.3.1.3.ii) et à la valeur des titres de participation ATG de 124,3 M€, de la valeur des capitaux propres du Groupe ainsi que de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale, et
- du taux d'EBIT et du taux d'imposition dans leur progression sur la Période d'Extrapolation et dans le calcul de la valeur terminale.

(i) Sensibilité aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance

Valeur d'entreprise des Activités Poursuivies

En M€		Coût du Capital				
		10,2%	10,4%	10,7%	10,9%	11,2%
Taux de croissance perpétuelle (g)	1,3%	274,6	267,4	260,5	254,0	247,9
	1,6%	279,2	271,6	264,5	257,7	251,3
	1,8%	284,0	276,1	**268,7**	261,6	255,0
	2,1%	289,1	280,9	273,1	265,7	258,8
	2,3%	294,6	285,9	277,7	270,1	262,9

Valeur des capitaux propres d'Assystem

En M€		Coût du Capital				
		10,2%	10,4%	10,7%	10,9%	11,2%
Taux de croissance perpétuelle (g)	1,3%	744,1	736,9	730,0	723,5	717,4
	1,6%	748,7	741,1	734,0	727,2	720,8
	1,8%	753,5	745,6	**738,1**	731,1	724,5
	2,1%	758,6	750,3	742,6	735,2	728,3
	2,3%	764,0	755,4	747,2	739,6	732,3

Valeur de l'Action d'Assystem

En €		Coût du Capital				
		10,2%	10,4%	10,7%	10,9%	11,2%
Taux de croissance perpétuelle (g)	1,3%	34,8	34,5	34,2	33,9	33,6
	1,6%	35,0	34,7	34,4	34,0	33,7
	1,8%	35,3	34,9	**34,6**	34,2	33,9
	2,1%	35,5	35,1	34,8	34,4	34,1
	2,3%	35,8	35,4	35,0	34,6	34,3

(ii) Sensibilité aux variations du taux d'EBIT et du taux d'imposition

Valeur d'entreprise des Activités Poursuivies

En M€		Taux d'EBIT				
		8,2%	7,7%	7,2%	6,7%	6,2%
Taux d'IS	30,5%	291,6	278,8	266,0	253,2	240,4
	30,0%	293,1	280,2	267,3	254,5	241,6
	29,5%	294,6	281,6	**268,7**	255,7	242,8
	29,0%	296,1	283,0	270,0	257,0	243,9
	28,5%	297,6	284,4	271,3	258,2	245,1

Valeur des capitaux propres d'Assystem

En M€		Taux d'EBIT				
		8,2%	7,7%	7,2%	6,7%	6,2%
Taux d'IS	30,5%	761,1	748,3	735,5	722,7	709,9
	30,0%	762,5	749,7	736,8	724,0	711,1
	29,5%	764,0	751,1	**738,1**	725,2	712,3
	29,0%	765,5	752,5	739,5	726,4	713,4
	28,5%	767,0	753,9	740,8	727,7	714,6

Valeur de l'Action Assystem

En €		Taux d'EBIT				
		8,2%	7,7%	7,2%	6,7%	6,2%
Taux d'IS	30,5%	35,6	35,0	34,4	33,8	33,2
	30,0%	35,7	35,1	34,5	33,9	33,3
	29,5%	35,8	35,2	**34,6**	33,9	33,3
	29,0%	35,8	35,2	34,6	34,0	33,4
	28,5%	35,9	35,3	34,7	34,1	33,4

Sur la base de ces analyses de sensibilité, la valeur de l'Action, centrée à **34,6 €**, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **33,9 €** et **35,2 €**.

4.3.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous avons appréhendé la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples de résultat d'exploitation (EBIT) et d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) du panel de comparables boursiers exposé ci-après.

4.3.4.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables aux Activités Poursuivies réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs.

En considérant les critères de secteur d'activité et de taux de marge, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées à l'international évoluant dans le secteur plus spécifiquement propre à la division E&I, compte tenu de la contribution marginale, à l'image de l'historique (§ 3.3.2.1 et § 3.3.2.2), de la division Staffing à la rentabilité des Activités Poursuivies à l'horizon 2019 (§ 4.3.4.2).

Notre échantillon de sociétés comparables aux Activités Poursuivies, principalement à E&I, est détaillé en **Annexe 9** (descriptif des activités, de l'actionnariat et de la répartition du chiffre d'affaires), en **Annexe 10** (performances financières) et en **Annexe 11** (multiples boursiers).

Société	Pays	Capitalisation boursière - 1 mois (M€)
Assystem	France	729
SNC-Lavalin Group Inc	Canada	6 698
Jacobs Engineering Group Inc	Etats-Unis	5 864
Aecom	Etats-Unis	4 729
WSP Global Inc	Canada	3 648
Altran Technologies SA	France	2 709
Stantec Inc	Canada	2 700
Médiane		**4 188**
Moyenne		**4 391**

Nous associons aux multiples médians sur la période 2017 à 2019 la trésorerie nette ajustée au 30 septembre 2017 majorée de la valeur des titres de participation d'Assystem dans ATG, et appliquons une décote de 15%[106] sur ces multiples afin de tenir compte de la moindre taille des Activités Poursuivies par rapport à celle des comparables ; cette décote se situe dans la fourchette des décotes de taille évoquées dans la littérature académique et financière[107].

4.3.4.2. Synthèse de la valorisation de l'Action par les comparables boursiers

Par l'application aux agrégats 2017, 2018 et 2019 issus du *Business Plan* des multiples médians VE/EBIT, affectés d'une décote de 15% en cohérence avec la prime de taille intégrée dans le taux d'actualisation en valorisation intrinsèque (§ 4.3.3.1), et après prise en compte de la trésorerie nette ajustée au 30 septembre 2017 à hauteur de 374,2 M€ (§ 4.3.1.3.i) et de la valeur des titres de participation ATG pour 124,3 M€ (§ 4.3.1.2), représentant un ajout de 498,4 M€ à la valeur d'entreprise pour aboutir à la valeur des capitaux propres, la valorisation analogique boursière de l'Action s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **35,7 €** et **36,7 €** :

	2017	2018	2019
Agrégats Assystem	26	29	33
Multiples d'EBIT médians	12,4 x	10,6 x	10,2 x
Décote	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Multiples d'EBIT médians après décote	10,5 x	9,0 x	8,7 x
Valeur d'entreprise (M€)	**275,7**	**264,4**	**285,0**
Trésorerie nette ajustée au 30/09/2017	374,2	374,2	374,2
Valeur des titres de participation ATG	124,3	124,3	124,3
Valeur des capitaux propres (M€)	**774,1**	**762,8**	**783,4**
Nombre d'actions	21 363 596	21 363 596	21 363 596
Valeur par action (€)	**36,2**	**35,7**	**36,7**

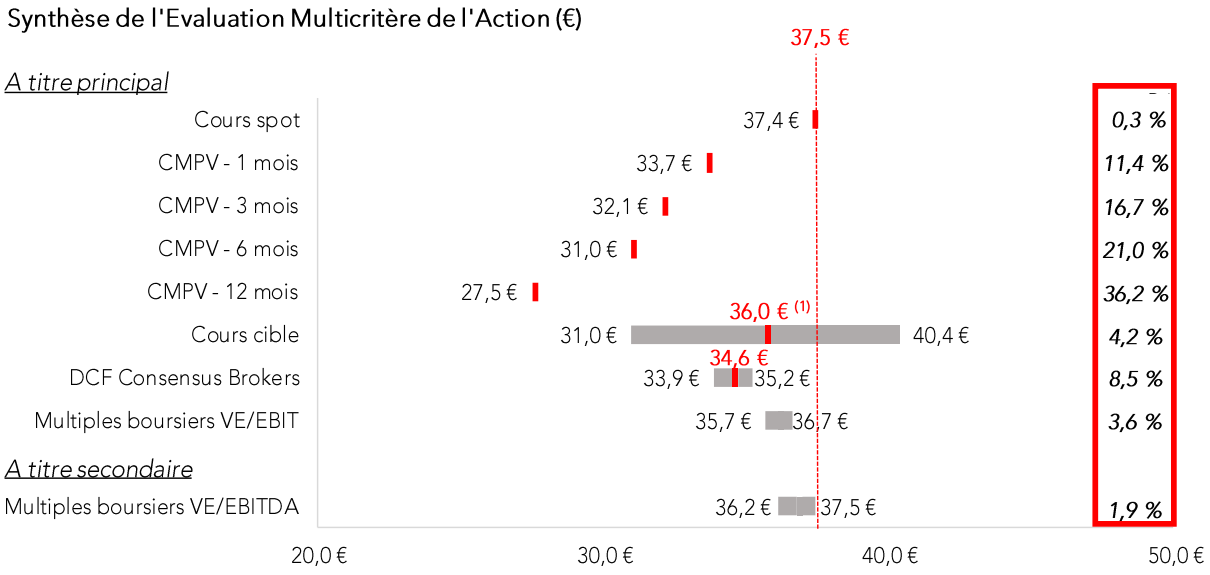
[106] La décote de 15% appliquée sur les multiples boursiers est proche de la décote implicite obtenue en DCF sur la valeur d'entreprise, par application de la prime spécifique de 1% dans le taux d'actualisation (§ 4.3.3.1).
[107] Dont :
- GRENA, Éric (2002). « Analyse financière », 4ème trimestre.
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre.

À titre secondaire, la valorisation analogique boursière de l'Action par référence aux multiples VE/EBITDA sur la période 2017 à 2019 s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **36,2 €** et **37,5 €** :

	2017	2018	2019
Agrégats Assystem	33	35	38
Multiples d'EBITDA médians	10,9 x	9,2 x	8,7 x
Décote	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Multiples d'EBITDA médians après décote	9,3 x	7,8 x	7,4 x
Valeur d'entreprise (M€)	**301,8**	**274,3**	**280,8**
Trésorerie nette ajustée au 30/09/2017	374,2	374,2	374,2
Valeur des titres de participation ATG	124,3	124,3	124,3
Valeur des capitaux propres (M€)	**800,2**	**772,7**	**779,2**
Nombre d'actions	21 363 596	21 363 596	21 363 596
Valeur par action (€)	**37,5**	**36,2**	**36,5**

4.3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère de l'Action

Les valeurs obtenues à l'issue de notre Évaluation Multicritère de l'Action sont récapitulées dans le tableau ci-dessous, ainsi que le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 37,5 € sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



(1) La médiane des cours cibles issue du consensus de brokers a été retenue comme valeur centrale

En synthèse de nos travaux d'évaluation de l'Action :

- le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des cours moyens pondérés par les volumes au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération ; le cours *spot* au 10 mai 2017[108], veille de l'annonce de l'Opération, se situe au plus haut des cotations boursières de l'Action sur cette période et historiquement ;

- les cours cible des *brokers* délimitent une fourchette relativement large dont la borne basse intègre la prise en compte d'une décote de *holding* que nous ne retenons pas dans notre Évaluation Multicritère ;

- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie sur la base du *Business Plan* issu du consensus de *brokers* et les multiples boursiers des comparables valorisent l'Action en-deçà du Prix d'Offre.

Au-delà de ces constats strictement financiers, il convient de rappeler que :

- la Direction d'Assystem ne dispose pas sur les Activités Poursuivies de prévisions plus récentes que celles sous-tendant les tests d'*impairment* à fin 2016, étant précisé que la visibilité sur les marchés de E&I et de Staffing est à apprécier au vu des éléments suivants :
  - l'industrie du nucléaire est porteuse de projets de grande envergure et de long terme, dont l'exécution reste toutefois exposée à des aléas temporels importants pour les sociétés de conseil en ingénierie (E&I), et
  - l'industrie pétrolière et gazière est confrontée depuis plusieurs années à l'atonie des prix des hydrocarbures (Staffing) ;

- la Cession se traduit *de facto* par une réduction du périmètre du Groupe susceptible de conduire à une moindre liquidité de l'Action et du suivi du titre par les analystes ;

- le Cessionnaire n'est lié par aucun engagement de distribution de dividendes *via* ATG vis-à-vis des actionnaires de la Société ; quant à la monétisation de la participation de la Société dans ATG, elle ne devrait pouvoir se faire que dans les délais habituels de cession par un fonds d'une de ses participations ;

- le Prix d'Offre est à considérer dans le contexte d'une OPRA ouvrant une fenêtre de liquidité aux actionnaires d'Assystem pour autant qu'ils souhaitent en bénéficier ; en l'absence de synergies ou de gains économiques du point de vue de la Société (§ 2.2.4), il n'est pas censé recéler une prime de contrôle par rapport à la valorisation de l'Action.

[108] Coupon de 1 € attaché et payé avant l'Offre.

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS

Nous avons examiné, à la date du Rapport et avant sa présentation au Conseil d'Administration, la restitution des travaux d'évaluation réalisés par CA-CIB, BNP Paribas et Société Générale, Établissements Présentateurs de l'Offre.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles des Établissements Présentateurs.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

5.1. Passage de la Valeur d'Entreprise (VE) à la Valeur des Capitaux Propres (VCP)

Les Établissements Présentateurs ont retenu le même montant de 498,2 M€ pour le passage de la Valeur d'Entreprise (VE) à la Valeur des Capitaux Propres (VCP) en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique, alors que nous l'avons différenciée. En outre, nous retenons un montant pour le passage de la VE à la VCP en lien avec une Évaluation Multicritère au 30 septembre 2017, tandis que les Établissements Présentateurs se projettent au 31 décembre 2017.

La réconciliation entre le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres des Établissements Présentateurs et le nôtre en valorisation analogique et en valorisation intrinsèque se structure comme suit[109] :

En M€	
Passage de la VE à la VCP - Etablissements Présentateurs	**498,2**
Estimation du flux net de trésorerie sur le T4 2017	(17,5)
Provisions pour retraite nette des IDA	8,2
Litige fiscal	7,3
Trésorerie provenant de la refacturation des actions gratuites à Ardian	3,0
Participations dans des entreprises associées	(0,7)
Passage de la VE à la VCP - Valorisation analogique - Ledouble	**498,4**
Dettes sur acquisition de titres	(9,2)
Autres provisions nettes d'impôts différés	(8,5)
Provisions pour retraite nette des IDA	(8,1)
Dividendes de la société Envy à verser	(3,8)
Autres ajustements	0,7
Passage de la VE à la VCP - Valorisation intrinsèque - Ledouble	**469,5**

Pour mémoire, nous avons modélisé le flux net de trésorerie au titre du 4ème trimestre 2017 dans les flux du *Business Plan* tandis que les Établissements Présentateurs le retiennent dans le passage de la VE à la VCP.

[109] De façon schématique, le passage de la VE à la VCP des Établissements Présentateurs comprend :
- l'endettement financier net au 30 juin 2017 (50,1 M€) ;
- le flux de trésorerie opérationnel sur le second semestre 2017 estimé par la Direction d'Assystem (35,0 M€) ;
- le produit de cession net des frais de transaction et de la fiscalité (528,1 M€) ;
- d'autres ajustements minorants (14,8 M€).

5.2. Valorisation intrinsèque de l'Action par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Les écarts de valeur constatés à l'issue de l'application de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) proviennent essentiellement :

- des différences de construction du passage de la VE à la VCP explicitée *supra* ;
- des hypothèses d'extrapolation du *Business Plan* dont la période s'étend jusqu'à 2024 dans notre valorisation intrinsèque comparée à 2027 pour les Établissements Présentateurs.

Indépendamment de la méthode de calcul du taux d'actualisation que nous assimilons, hors prime de taille mentionnée ci-après, au coût du capital (CoC : 9,7%), tandis que les Établissements Présentateurs se réfèrent à un coût moyen pondéré du capital en fonction d'un *gearing* cible (Wacc : 9,7%), nous y ajoutons une prime de taille d'Assystem par rapport aux comparables (1%).

5.3. Valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers

Les Établissements Présentateurs ont retenu une valorisation par référence aux multiples d'EBIT moyen sur la période 2017-2018, tandis que nous valorisons l'Action par référence aux multiples d'EBIT médian sur la période 2017 à 2019. Nous présentons, à titre secondaire, la valeur analogique de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA sur la période 2017 à 2019.

Les sociétés Altran, Aecom, Jacobs Engineering et SNC-Lavalin constituent une base commune à l'échantillon de comparables. Nous retenons, en sus, les sociétés WSP Global Inc et Stantec, dont l'activité nous paraît pouvoir être rapprochée de celle de la division E&I d'Assystem.

Nous n'avons pas intégré dans notre échantillon de comparables boursiers les sociétés Fluor Corp. et KBR sélectionnées par les Établissements Présentateurs, dans la mesure où leurs activités nous paraissent moins proches de celles des autres comparables des Activités Poursuivies, notamment de E&I, et où les multiples d'EBIT et d'EBITDA qui s'y rapportent sont sensiblement inférieurs à ceux des autres sociétés du panel.

Nous retenons en outre une décote sur les multiples boursiers en lien avec la prime intégrée en valorisation intrinsèque dans le taux d'actualisation (§ 5.2).

5.4. Référence au cours de bourse

Les Établissements Présentateurs analysent le cours de bourse postérieurement au 10 mai 2017, alors que nous retenons cette date correspondant à la veille de l'annonce de l'Opération, considérant que les modalités de l'Opération présentées à cette même date étaient suffisantes pour permettre au marché d'anticiper le Prix d'Offre.

Les écarts constatés sur les cours moyens pondérés résultent des sources d'informations utilisées respectivement par les Établissements Présentateurs[110] et l'Expert Indépendant[111].

[110] *FactSet.*
[111] *Bloomberg.*

5.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

Valeur des capitaux propres par action (€)	Ledouble			Etablissements Présentateurs		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Prix d'Offre			37,5 €			
Cours de bourse (€/action)[1] :						
Cours spot	-	37,4 €	-	-	37,4 €	-
CMPV - 1 mois	-	33,7 €	-	-	33,6 €	-
CMPV - 3 mois	-	32,1 €	-	-	32,1 €	-
CMPV - 6 mois	-	31,0 €	-	-	31,0 €	-
CMPV - 12 mois	-	27,5 €	-	-	27,7 €	-
Cours cible[2]	31,0 €	36,0 €	40,4 €	31,0 €	35,3 €	39,0 €
DCF Consensus Brokers	33,9 €	34,6 €	35,2 €	36,4 €	37,4 €	38,7 €
Multiples boursiers VE/EBIT	35,7 €	-	36,7 €	36,5 €		37,0 €
A titre secondaire :						
Multiples boursiers VE/EBITDA	36,2 €	-	37,5 €	n.a.	n.a.	n.a.

[1] Les Etablissements Présentateurs réalisent leur analyse du cours de bourse postérieurement au 10 mai 2017 ; toutefois, à des fins de comparaison, nous reportons ci-dessus les cours moyens pondérés par les volumes au 10 mai 2017 que les Etablissements Présentateurs mentionnent à titre informatif.

[2] Les Etablissements Présentateurs retiennent des cours cibles post-annonce.

6. ACCORDS CONCLUS DANS LE CADRE DE LA CESSION ET OPÉRATIONS CONNEXES À L'OFFRE

Sur la base des informations disponibles dans le projet de note d'information établie par la Société et des informations qui nous ont été transmises par la Direction d'Assystem et ses Conseils, nous avons identifié les accords et opérations suivants, susceptibles d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre :

- le corpus juridique relatif à la cession du contrôle par Assystem de sa division GPS comportant notamment :
  - le protocole d'accord conclu entre Ardian et Assystem le 10 mai 2017, à la suite de la remise d'une offre par Ardian le 27 avril 2017 dans le but d'acquérir une participation majoritaire dans l'activité GPS ;
  - le protocole d'investissement conclu entre Ardian et Assystem en présence d'Assystem Technologies le 19 juillet 2017, ainsi que l'avenant conclu le 27 septembre 2017, prévoyant entre autres la réalisation d'un certain nombre d'opérations et de transferts préalables en vue de la cession du contrôle des sociétés comprises dans le périmètre GPS et les principales modalités de financement et d'investissement envisagées ;
  - le contrat d'apport et de cession d'actions conclu le 14 septembre 2017 ainsi que l'avenant conclu le 28 septembre 2017, entre Assystem, Assystem Technologies SAS et en présence d'Ardian et Assystem Technologies Groupe SAS, ayant pour objet de définir les termes et conditions de réalisation des transferts préalables à la cession ;
  - le pacte d'associés conclu entre les différents associés de la *holding* de reprise de l'activité GPS et établissant certains principes généraux de gestion et de gouvernance, ainsi que certaines règles qui trouveront à s'appliquer entre les associés, en ce compris celles relatives aux transferts futurs de titres ;
- l'offre engageante remise par Assystem le 10 mai 2017 pour participer à hauteur de 5% dans New Areva NP ainsi que l'accord subséquent conclu le 7 juillet 2017 entre Areva NP, Assystem et en présence d'EDF ayant pour objet de définir les termes et conditions de la cession des actions de New NP à la Société qui interviendra postérieurement à l'Offre.

Les accords conclus dans le cadre de la Cession et les opérations connexes à l'Offre que nous avons ainsi identifiés et examinés se rapportent :

- aux modalités de la cession de GPS réalisée le 28 septembre 2017 ; nous notons à cet égard que :
  - la structure d'acquisition et de financement des titres des sociétés comprises dans le champ de GPS est susceptible d'avoir une incidence sur le rendement attendu et sur le risque supporté par la Société dans le cadre de l'Investissement ;
  - les caractéristiques des obligations convertibles (« OC ») souscrites par Assystem et Ardian au niveau de la *holding* de reprise sont identiques, étant toutefois précisé que la conversion des OC en actions nouvelles ordinaires requiert l'accord préalable écrit des porteurs détenant la majorité des OC ; les

OC souscrites au niveau d'ATG, répliquées sur ATS, ont pour date d'échéance le 28 septembre 2027 et sont rémunérées à un taux fixe de 9% l'an ;

- ces éléments n'ont toutefois pas d'incidence sur notre appréciation du prix proposé aux actionnaires minoritaires en contrepartie de leur désengagement du capital ;

- à certains principes généraux de gestion et de gouvernance de la *holding* ATG, ainsi qu'à certaines règles qui trouveront à s'appliquer entre les associés, en particulier en cas de transferts de titres[112] et d'opérations sur le capital potentiellement dilutives[113] ; l'examen du pacte d'associés ne nous a pas permis d'identifier de clause inhabituelle ou d'engagements de liquidité, susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre ;

- aux modalités envisagées des actions de préférence souscrites, directement ou indirectement au travers des Mancos[114], par les dirigeants identifiés comme clés par le nouveau *management* ; l'examen des *termsheets* des ADP 1 et ADP 2 ne nous a pas permis d'identifier de clause inhabituelle[115] susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre ;

- à la prise de participation de la Société à hauteur de 5% dans le capital de New Areva NP, qui devrait permettre selon la Direction d'Assystem de renforcer son partenariat historique avec EDF, le Réinvestissement devant être réalisé sur la base d'une valorisation conforme à celle arrêtée entre EDF et Areva pour la prise de participation d'EDF ; l'examen des documents mis à notre disposition n'appelle pas d'observation de notre part en comparaison de l'information publiée *via* les communiqués et le projet de note d'information.

En synthèse, nous n'avons pas identifié dans les accords conclus dans le cadre de la Cession et les opérations connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

[112] Le pacte d'associés prévoit entre autres :
- au bénéfice d'Ardian, un droit de préemption ainsi qu'une clause de cession forcée dite « *drag along* » en cas de réception d'une offre portant sur 95% ou plus des titres de la Société, et
- au bénéfice des autres adhérents au pacte d'associés, un droit de sortie conjointe.

[113] Nous notons à ce titre que la Société pourra, à sa seule discrétion, et dans la limite des dispositions légales applicables, choisir de se substituer une entité contrôlée par M. Dominique Louis, sous réserve de l'absence d'opposition par Ardian pour des motifs raisonnables explicités dans le pacte d'associés.

[114] Véhicules d'investissement dédiés.

[115] Les ADP 1 et ADP 2 confèrent à leurs titulaires respectifs :
- des dividendes préciputaires assortis d'un rendement cible annuel de 9%, et
- un mécanisme de *ratchet* leur permettant sous certaines conditions de percevoir une partie de la plus-value en cas de sortie de l'investisseur majoritaire.

Souscrites par apport de *new money* de la part de leurs bénéficiaires, elles ne leur confèrent pas, à ce stade, de garanties de liquidité.

7. CONCLUSION

À l'issue de l'Évaluation Multicritère de GPS et de l'Action postérieurement au transfert par Assystem du contrôle de GPS à Ardian, nous sommes en mesure de conclure sur le caractère équitable, sur le plan financier :

- des termes de la Cession, sur la base d'un Prix de la Cession de 547 M€, de l'Investissement subséquent d'Assystem dans ATG, et sur l'absence de rupture d'égalité de traitement des actionnaires d'Assystem du fait de la Cession ;

- des termes de l'OPRA, sur la base d'un Prix d'Offre de 37,5 € dans le contexte d'une offre volontaire offrant une liquidité aux actionnaires qui souhaitent en bénéficier.

Nous n'avons pas identifié dans les accords conclus dans le cadre de la Cession et les opérations connexes à l'Offre de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'OPRA.

Paris, le 16 octobre 2017

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTÉ

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble — Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise — Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble — Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées — Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble — Annexe 5
- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble — Annexe 6
- Transactions comparables (GPS) — Annexe 7
- Présentation des comparables boursiers (GPS) — Annexe 8
- Présentation des comparables boursiers (E&I) — Annexe 9
- Performances des comparables boursiers (GPS et Activités Poursuivies) — Annexe 10
- Multiples boursiers appliqués à GPS et aux Activités Poursuivies — Annexe 11

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DÉTAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
  - Revue de presse
  - Analyse des communiqués de presse
  - Recherches documentaires
  - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
  - Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action
  - Étude des principales caractéristiques des marchés des divisions GPS, E&I et Staffing
  - Analyse des accords conclus dans le cadre de la Cession et des opérations connexes à l'Offre
- Travaux de valorisation
  - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants de GPS et des Activités Poursuivies
  - Analyse des comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
  - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
  - Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction d'Assystem et des Conseils
  - Constitution d'un panel de sociétés comparables aux divisions GPS, E&I et Staffing
  - Recherche de transactions comparables
  - Analyse détaillée du Plan d'affaires de GPS
  - Analyse des prévisions sous-tendant les tests d'*impairment* à fin 2016 des Activités Poursuivies
  - Évaluation multicritère de GPS et de l'Action
- Rapport
  - Réunions et entretiens téléphoniques
  - Rédaction de la lettre de mission
  - Proposition d'une lettre d'affirmation pour la Direction d'Assystem
  - Rédaction du Rapport d'expertise indépendante présenté au Conseil d'Administration du 16 octobre 2017
  - Administration et supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit entre 200.000 € et 220.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- 5 septembre
  - Réunion avec la Direction et le conseil juridique d'Assystem
- 7 septembre
  - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
- 9 et 15 septembre
  - Requêtes documentaires
- 13 septembre
  - Entretiens avec la Direction d'Assystem et CA-CIB
- 19 septembre
  - Réception du premier projet de note d'information
- 20 septembre
  - Entretien avec le conseil juridique et réunion avec la Direction d'Assystem
- 26 et 27 septembre
  - Entretiens avec le conseil juridique d'Assystem
  - Réception du premier rapport de valorisation des Établissements Présentateurs
- 28 septembre
  - *Closing* dans le cadre de la Cession de GPS
- 29 septembre
  - Contact avec M. Gilbert Lehmann, administrateur indépendant
  - Réception du projet de note d'information complété
- 2 octobre
  - Entretien avec les Établissements Présentateurs
  - Réception du projet de note d'information complété
- 3 octobre
  - Entretiens avec le conseil juridique et la Direction d'Assystem
  - Réunion avec la Direction d'Ardian
- 4 octobre
  - Réunion d'étape avec la Direction d'Assystem
  - Levée des suspens documentaires
- 6 octobre
  - Réunion avec M. Gilbert Lehmann, administrateur indépendant
  - Entretiens avec le conseil juridique et la Direction d'Assystem
  - Réception du projet de note d'information complété
- 9 octobre
  - Entretiens avec le conseil juridique et la Direction d'Assystem
- 11 octobre
  - Réception du projet de note d'information complété
  - Projets de Rapport et de lettre d'affirmation
  - Finalisation de la lettre de mission
- 13 au 16 octobre
  - Réunion avec le conseil financier d'Assystem
  - Réception du deuxième rapport de valorisation des Établissements Présentateurs et du projet de note d'information complété
  - Finalisation du Rapport et présentation au Conseil d'Administration

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

Société

Assystem

Philippe Chevallier	Directeur Général Délégué Finances
Christophe Moreau	Directeur des Services Financiers Groupe
Lydia Zunino	Directrice Juridique Corporate
Aurélie Oblinger	Juridique Corporate
Gilbert Lehmann	Administrateur indépendant

Cessionnaire

Ardian

Lise Fauconnier	*Managing Director*

Conseils

Orrick Rambaud Martel

Etienne Boursican	*Partner*
Sandra Bouchouareb	*Associate, M&A and Private Equity, Corporate*
Félix Thillaye	*Associate, Complex Litigation & Dispute Resolution*

Natixis Partners

Ludovic Tron	*Managing Partner*
Sébastien Caillé	*Executive Director*

Établissements Présentateurs

BNP Paribas

Nicolas Cuzol	*Director*
Vincent Karger	Analyst

Crédit Agricole – Corporate & Investment Bank

Bertrand Peyrelongue	*Global Head of M&A*
Elodie Froidure	*Director Legal & Financial Engineering*
Gaëtan Dietsch	*Vice President M&A*
Edoardo Dell'Orco	*Associate M&A*
Francesco Zanin	*Analyst M&A*

Société Générale – Corporate & Investment Banking

Jean-Charles Bernard	*Director M&A*
Florent Guillermain	*Associate M&A*

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- *Binding Offer* d'Ardian à Assystem (27 avril 2017)
- Extrait du procès-verbal du comité central d'entreprise (22 juin 2017)
- Protocole d'Accord entre Assystem S.A et Ardian LBO Fund VI B (10 mai 2017)
- Lettre d'offre contresignée entre Areva, Areva NP et Assystem (11 mai 2017)
- Accord sur la cession et l'acquisition de titres de NEW NP conclu entre Areva, Areva NP et Assystem en présence d'EDF (7 juillet 2017)
- Autorisation de la Commission Européenne sur l'acquisition de GPS par Ardian (24 juillet 2017, 21 août 2017)
- Protocole d'Investissement entre Assystem S.A et Ardian LBO Fund VI B (19 juillet 2017 et avenant en date du 27 septembre 2017)
- Kbis d'Assystem Technologies Groupe et d'Assystem Technologies Services (23 août 2017)
- Traité d'apport en nature entre Assystem SA et Assystem Technologies SAS (14 septembre 2017)
- Rapport du commissaire aux apports sur la valeur de l'apport de titres effectué par Assystem au profit de Assystem Technologies (19 septembre 2017)
- Contrats d'apport et de cession d'actions entre Assystem SA et Assystem Technologies SAS (14 septembre 2017 et avenant en date du 28 septembre 2017)
- Traité d'apport en nature entre Assystem SA et Assystem Technologies Groupe en présence d'Assystem Technologies (28 septembre 2017)
- Traité d'apport en nature entre Assystem Technologies Groupe et Assystem Technologies Services en présence d'Assystem Technologies (28 septembre 2017)
- Pacte d'associés entre Ardian LBO Fund VI B, Assystem et d'autres associés en qualité de dirigeants et en qualité de Mancos (28 septembre 2017)
- Promesses d'achat et de vente entre Ardian LBO Fund VI B et certains bénéficiaires (28 septembre 2017)
- Table de capitalisation d'Assystem Technologies Groupe (30 septembre 2017)
- Calcul du coût fiscal et de la plus-value de Cession de GPS (septembre 2017)
- Projets de note d'information d'Assystem relative à l'OPRA (septembre et octobre 2017)

Informations financières

- Communiqués de presse relatifs à l'Opération (11 mai 2017, 10 juillet 2017)
- Communiqués de presse relatifs au chiffre d'affaires et aux résultats semestriels 2017 (27 juillet 2017, 11 septembre 2017)
- *Project Galileo, Financial vendor due diligence*, KPMG (16 mars 2017)
- « Assystem Energy & Infrastructure (E&I), vecteur des révolutions digitale et énergétique », Présentation investisseurs (15 mai 2017)
- *Estimation of the fair market value of GPS legal entities as of 30 September 2017*, EY, *Draft* (30 août 2017)
- *Project Galileo, Tax structuring step plan, Draft* (8 septembre 2017)
- Plan d'Affaires 2017-2021 de l'activité GPS (septembre 2017)
- Notes de *brokers* (mai 2017 – septembre 2017)
- Projet de rapport de valorisation des Établissements Présentateurs de l'Offre (26 septembre 2017)

Documentation juridique

- Répartition du capital et des droits de vote effectifs et théoriques (31 août 2017 et 30 septembre 2017)
- Synthèse des actions de performance (30 septembre 2017)
- Organigramme opérationnel du Groupe au 1er juin 2017
- Kbis d'Assystem et de HLD Development (11 septembre 2017)
- Statuts d'Assystem (16 mai 2017)
- État des privilèges et des nantissements (11 septembre 2017)
- Contrat de liquidité (22 novembre 2016)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (22 mai 2014 au 7 septembre 2017)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (24 mai 2016, 16 mai 2017, 5 juillet 2017)
- Procès-verbaux des décisions du Président Directeur Général (9 juillet 2014, 11 juillet 2014, 2 mai 2016)
- Contrats d'acquisition (Aerotec, Automotive Solutions Germany GmbH, Bâtir L.F, Edison, Engineering Partner Automotive Nordic AB, Envy, Onyx).

Documentation comptable et financière

Informations historiques

- Rapport financier semestriel (2017)
- Documents de référence et Rapports financiers annuels (2014 à 2016)
- *Impairment tests* au 31 décembre 2016 de *E&I* et Staffing
- États financiers des sociétés mises en équivalence au 31 décembre 2016 (Alphatest, Engage, Momentum)
- Assystem Global Product Solutions (GPS), *Business Day* (12 octobre 2016)
- Assystem Energy & Infrastructure (E&I), *Business Day* (12 octobre 2016)

Autres Informations

- Examen de la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait par l'AMF (19 juillet 2017)
- Présentation des projets de Cession de GPS et d'OPRA et à l'AMF (11 avril 2017)
- Courriers transmis à l'AMF par Orrick (19 avril 2017, 26 avril 2017, 3 mai 2017, 27 juin 2017)
- Note présentée par Ausy en réponse à l'offre publique d'achat visant les actions et obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANE) de la société initiée par Randstad (visa AMF n°16-581 du 13 décembre 2016)
- Note d'information établie par la Société Assystem en réponse à l'offre publique d'achat visant les actions, les obligations à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes (ORNANEs) et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAARs) de Assystem initiée par HDL Development (visa AMF n°14-005 du 9 janvier 2014)

Informations prévisionnelles

Bases de données

- *Bloomberg*
- *MergerMarket*
- *S&P Capital IQ*
- *Xerfi 7000*

Références bibliographiques[116]

Sites d'informations des parties prenantes à l'Opération et d'institutions

- Ardian. [En ligne], https://www.ardian.com/fr
- Assystem. [En ligne], http://www.assystem.com/fr/accueil.html
- AMF. [En ligne], http://www.amf-france.org/
- ASN. [En ligne], https://www.asn.fr/
- Banque de France. [En ligne], https://www.banque-france.fr
- Coface. [En ligne], http://www.coface.fr/Etudes-economiques-et-risque-pays/Automobile
- Commission Européenne. [En ligne], http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-17-2702_en.htm http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1466_fr.htm?locale=FR
- Legifrance. LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte. [En ligne], https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000031044385&categorieLien=id

Sites d'informations des comparables boursiers

- Aecom. [En ligne], http://www.aecom.com/
- Akka Technologies. [En ligne], https://www.akka-technologies.com/fr
- Alten. [En ligne], http://www.alten.fr/
- Altran Technologies. [En ligne], https://www.altran.com/fr/fr/
- Bertrandt AG. [En ligne], http://www.bertrandt.com/en/investor-relations.html
- Edag Engineering Group. [En ligne], http://ir.edag.com/websites/edag/German/0/investor-relations.html
- Jacobs Engineering Group. [En ligne], http://www.jacobs.com/
- Ricardo Plc. [En ligne], https://ricardo.com/
- SNC Lavalin Group. [En ligne], http://www.snclavalin.com/en/investors/

[116] Références du 16 octobre 2017.

- Stantec Inc. [En ligne], http://www.stantec.com/about-us.html
- WSP Global Inc. [En ligne], http://www.wsp-pb.com/fr/WSP-Canada/

Études et articles de presse

- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « Firm Value and Marketability Discounts ». [En ligne], http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/articles/firmvalueanddiscounts.pdf
- Challenges (2017). « Le programme nucléaire des émirats avance au milieu de mille précautions », 21 août. [En ligne], https://www.challenges.fr/economie/le-programme-nucleaire-des-emirats-avance-au-milieu-de-mille-precautions_494188
- Deloitte (2017). « *Global aerospace and defense sector outlook* », janvier. [En ligne], https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Manufacturing/2017-global-ad-outlook-january.pdf
- Duff & Phelps (2016). *2016 Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.*, chapitre 7, pp. 7-9 à 7-11.
- FMI (2017). « Perspective de l'économie mondiale », avril. [En ligne], http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx
- GRENA, Éric (2002). « Analyse financière », 4ème trimestre.
- La Tribune (2017). « Les ambitions d'Assystem Technologies », 21 juin. [En ligne], http://toulouse.latribune.fr/innovation/2017-06-21/les-ambitions-d-assystem-technologie-741002.html
- Le Figaro (2017), « L'entrée en fonction du premier réacteur des émirats retardée », 5 mai. [En ligne], http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2017/05/05/97002-20170505FILWWW00331-l-entree-en-fonction-du-premier-reacteur-nucleaire-des-emirats-retardee.php
- Les Echos (1996). « Studia s'adosse au groupe Assystem », 23 avril. [En ligne], https://www.lesechos.fr/23/04/1996/LesEchos/17134-047-ECH_studia-s-adosse-au-groupe-assystem.htm
- Les Echos (2017). « Assystem Technologies prend son indépendance », 28 septembre. [En ligne], https://www.lesechos.fr/industrie-services/industrie-lourde/030633046376-assystem-technologies-prend-son-independance-2118037.php
- SFEV (2008). « Groupe de travail Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », septembre. [En ligne], http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf
- Xerfi (2017). « La construction automobile en France – Conjonctures et prévisions », juillet.
- Xerfi (2017). « Les services d'ingénierie, d'études et de conseils techniques – Conjonctures et prévisions », juillet.
- Xerfi (2017). « La filière nucléaire française », mars.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **Annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr.

- **Dominique LEDOUBLE**
  - Diplômé d'expertise comptable et commissaire aux comptes
  - HEC, docteur en droit
  - Président d'honneur de la Fédération Française des Experts en évaluation (FFEE)
  - Fondateur et Président d'honneur de l'APEI
  - Président d'honneur du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables
  - Fondateur de Ledouble

- **Olivier CRETTÉ, Associé**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - EM Lyon, docteur en sciences de gestion
  - Membre du Comité directeur de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission Évaluation de l' association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
  - Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)
  - Chargé d' enseignement à l' Institut d' Administration des Entreprises (IAE) de Paris

- **Romain DELAFONT, Directeur de mission**
  - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
  - Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
  - Membre de la SFEV

- **Jonathan NILLY, Responsable de mission**
  - École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
  - EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
  - Membre de la SFEV

Antoine SAINRIMAT, Responsable de mission

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- Master II Banque / Finance de l'Université de Cergy-Pontoise

Apolline BRILLAND, Analyste

- ESDES Business School of UCLy, Lyon – Master en Finance & Marchés
- *Certified European Financial Analyst* – Diplôme délivré par la SFAF

Marjory BRUCHON, Analyste

- *Passed Certificate Financial Analyst* (CFA) *Level III*
- IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des marchés

-=-

Agnès PINIOT, Associée, Présidente

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Trésorière de la Compagnie nationale des experts comptables de justice
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE (2013 - 2017)

Année	Société	Etablissement présentateur
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche bank
2017	Etam Développement	Natixis et Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

** : Augmentation de capital réservée.*
*** : Transfert de siège au Royaume-Uni.*

ANNEXE 7 : TRANSACTIONS COMPARABLES (GPS)[117]

Date	Cible	Acquéreur	VE /EBITDA
août-17	NuVision Engineering, Inc.	Carr's Group Plc	-
août-17	Control Point Corporation	Ricardo plc	-
juillet-17	Hjellnes Consult AS ; Johs Holt AS	Multiconsult ASA	-
avril-17	WS Atkins Plc	SNC-Lavalin Group Inc.	13,5x
mars-17	Reinertsen AS	Aker Solutions ASA	-
mars-17	Amec Foster Wheeler Plc	John Wood Group Plc	10,0x
juin-16	Ausy SA	Randstad France SA	12,8x
juillet-15	Cimpa SAS	Sopra Steria Group SA	-
mai-15	Epsco Srl	AKKA Technologies SA	6,3x
février-15	Nspyre B.V.	Altran Technologies S.A.	-
Médiane			**11,4 x**

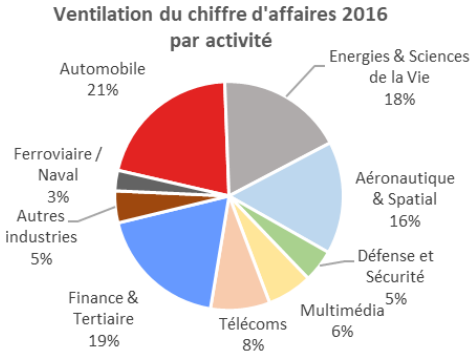
[117] Source : *Mergermarket, S&P Capital IQ*, notes de *brokers*, rapports annuels et communiqués des sociétés visées par les transactions.

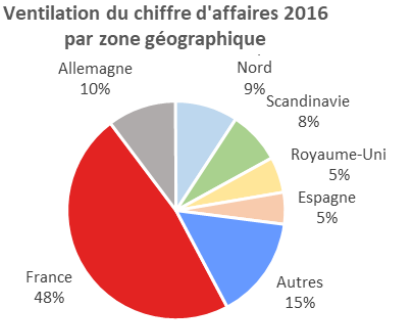
ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (GPS)[118]

8.1. Alten SA

- Alten SA est une société de conseil et d'ingénierie dans les domaines des télécommunications, systèmes informatiques, réseaux, multimédias, défense, aviation et systèmes d'information.
- Alten SA est une société française cotée sur Euronext.

Principaux actionnaires	
Azoulay Simon	15,1%
International Value Advisers	8,5%
FMR	5,7%
Harris Associates	3,4%
Ecole Normale Orient	3,4%
Moneta Asset Management	3,2%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	60,8%

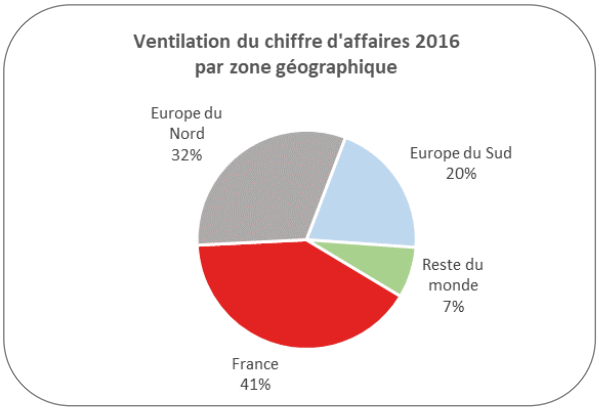




8.2. Altran Technologies SA

- Altran Technologies SA est une société de conseil en technologie et ingénierie, dans les domaines de l'aérospatial, des télécommunications, de l'automobile, des banques et de l'énergie, à l'échelle européenne.
- Altran Technologies SA est une société française cotée sur Euronext.

Principaux actionnaires	
BNP Paribas	8,6%
Altrafin Participations	8,4%
International Value Advisers	5,0%
Harris Associates	4,9%
Financiere De L'Echiquier	4,5%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	68,6%

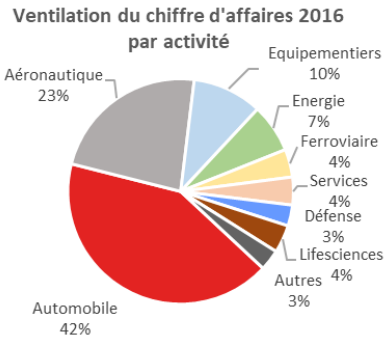


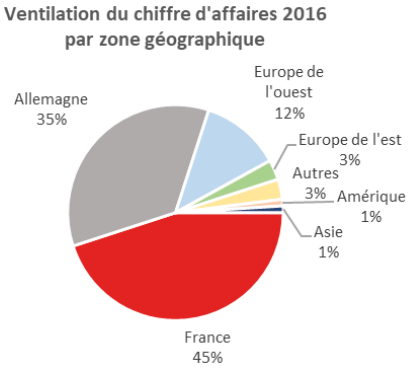
[118] Sources : *Bloomberg* et documents de référence.

8.3. Akka Technologies

- Akka Technologies est une société de conseil en ingénierie de haute technologie, spécialisée dans la gestion de projets scientifiques ainsi que la gestion et la réalisation de projets en ingénierie, mécanique, électronique, informatique, télécommunications et industrie.
- Akka Technologies est une société française cotée sur Euronext.

Principaux actionnaires	
Ricci Maurice	29,9%
Allianz Global Investors	9,6%
FMR	7,4%
Ideactive Events	5,0%
Ricci Jean-Franck	4,7%
Akka Technologies	3,1%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	40,4%

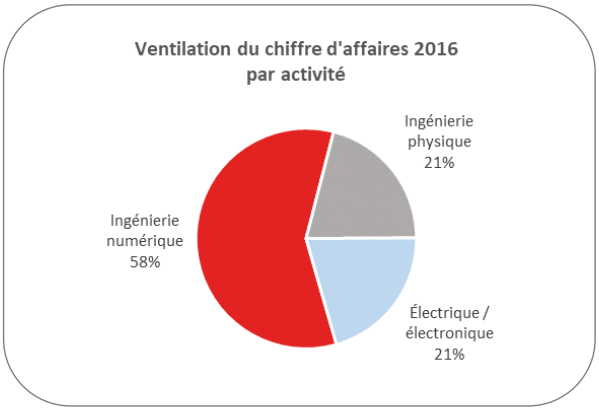




8.4. Bertrandt AG

- Bertrandt AG est une société de services et de conseil dans le domaine de la production automobile (sous-traitance pour la conception, le développement, la construction et le test de carrosseries, intérieurs, moteurs et transmissions) ; elle possède des filiales en Allemagne, en France et au Royaume-Uni.
- Bertrandt AG est une société allemande cotée sur la bourse de Francfort.

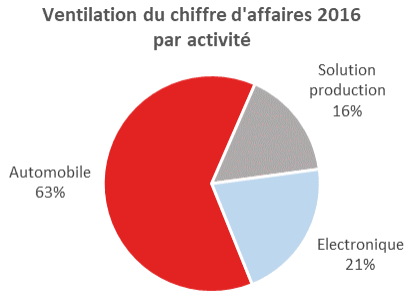
Principaux actionnaires	
Porsche Automobil Holding	29,0%
Friedrich Boysen Holding	14,9%
Kabouter Management	5,0%
Bichler Dietmar	3,9%
FMR	3,6%
BNY Mellon	3,2%
Montanaro Group	3,0%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	37,4%

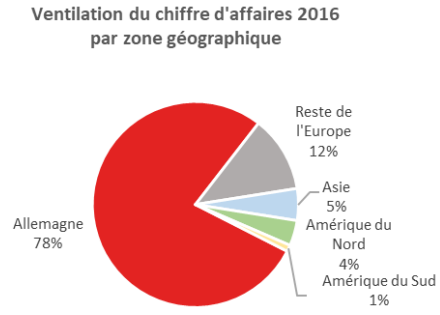


8.5. EDAG Engineering Group AG

- EDAG Engineering Group AG est une société de génie civil. Ses activités se concentrent sur le développement intégré de véhicules et de sites de production, de produits dérivés, de modules et sur leur optimisation.
- EDAG Engineering Group AG est une société allemande cotée sur plusieurs places.

Principaux actionnaires	
Aton	67,9%
BNY Mellon	9,1%
Horus Finanzholding	5,0%
Mainfirst Sicav	3,0%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	15,1%

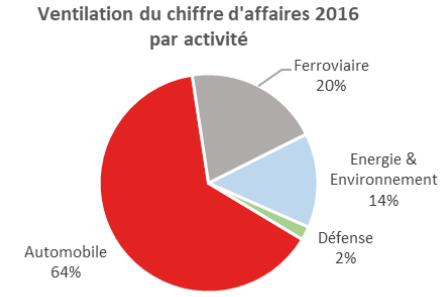


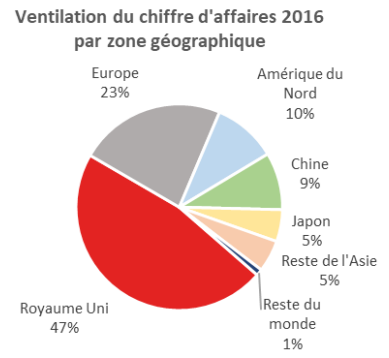


8.6. Ricardo Plc

- Ricardo Plc fournit des services d'ingénierie et technologiques (conseil en motorisation, conception et développement de moteurs pour voitures particulières, utilitaires légers, camions et 4x4, conception de modèles de transmissions manuelles et automatiques, vente de logiciels d'ingénierie automobile).
- Ricardo PLC est une société anglaise cotée sur le *London Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
Standard Life Aberdeen	9,1%
Royal London Asset Management	7,2%
Jpmorgan Chase & Co	6,7%
Blackrock	6,4%
Aviva Group	5,7%
Canaccord Genuity Group	5,6%
Hargreaves Lansdown	5,5%
Autres actionnaires (< 5% du capital)	53,8%



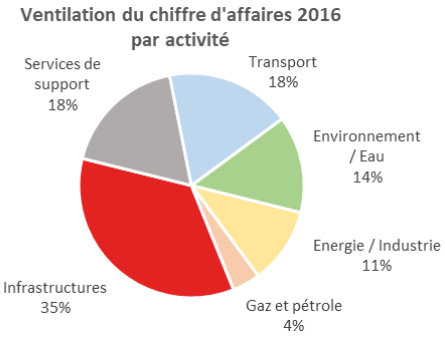


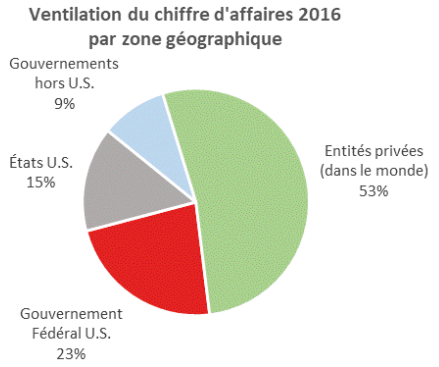
ANNEXE 9 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (E&I)[119]

9.1. Aecom

- AECOM est un bureau américain d'études et de conseil en ingénierie, qui conçoit, construit, finance et exploite des bâtiments et infrastructures. Ses clients sont des gouvernements, des États et localités des Etats-Unis, ainsi que des agences et gouvernements non américains et des clients privés.
- AECOM est une société cotée sur le *New York Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
FMR	13,1%
Vanguard Group	8,6%
Primecap Management	8,5%
Blackrock	7,8%
Dimensional Fund Advisors	3,0%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	59,0%

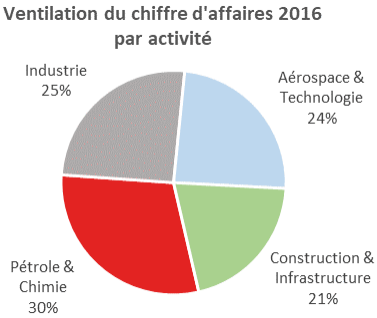


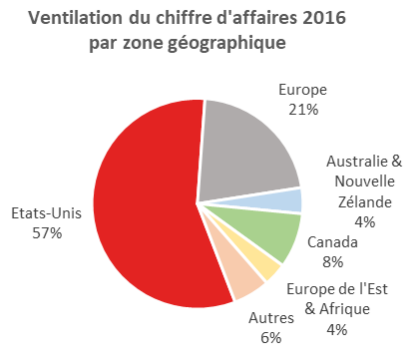


9.2. Jacobs Engineering Group Inc

- Jacobs Engineering Group Inc. fournit une large gamme de services techniques, professionnels et de construction à un grand nombre de clients industriels, commerciaux et gouvernementaux à travers le monde. La société offre des services de design d'intérieur, de construction, d'essais et de recherche scientifique, d'architecture, d'ingénierie, d'opérations et services de maintenance.
- Jacobs est une société américaine cotée sur le *New York Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
Vanguard Group	9,9%
Primecap Management	7,5%
Blackrock	6,6%
Ruane Cunniff & Goldfarb	4,3%
State Street Corp	4,3%
FMR	3,8%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	63,7%





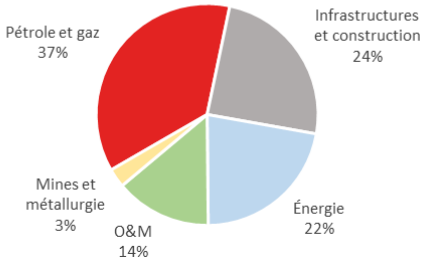
[119] Sources : *Bloomberg* et documents de référence. Altran Technologies est déjà présenté en **Annexe 8.2**.

9.3. SNC-Lavalin Inc

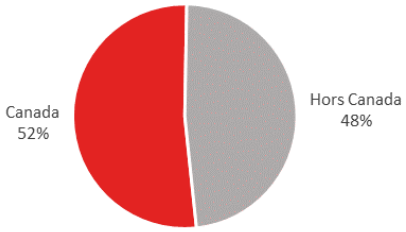
- Le Groupe SNC-Lavalin Inc, *via* ses filiales, intervient dans les secteurs de l'ingénierie, de la construction et du secteur manufacturier.
- Le groupe fournit des services d'ingénierie, d'approvisionnement, de gestion et financement de projet dans les domaines de l'électricité, l'industrie, le transport, les infrastructures, les télécommunications, les bâtiments, la défense et l'environnement.
- SNC-Lavalin Inc. est une société canadienne cotée sur le Toronto *Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
Caisse de dépôt et placement du Québec	10,6%
FMR LLC	4,9%
Royal Bank Of Canada	3,9%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	80,6%

Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique

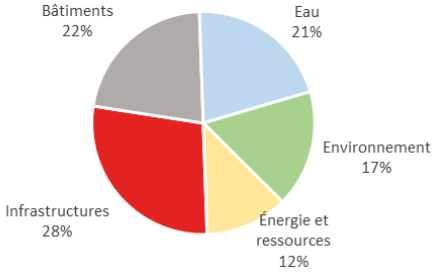


9.4. Stantec Inc

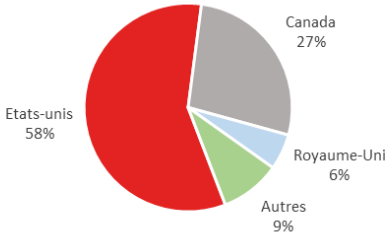
- Stantec Inc est une entreprise de services en ingénierie, architecture, design d'intérieur, architecture de paysage, arpentage, environnement, gestion et économie de projets.
- La société offre une large gamme de services : conseil aux entreprises, exécution de projets, design et capacités techniques pour les clients des secteurs public et privé, en Amérique du Nord et à l'international.
- Stantec est une société canadienne cotée sur le *Toronto Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
Jarislowsky Fraser	9,0%
Royal Bank Of Canada	7,1%
Franklin Resources	4,7%
FMR	4,2%
Bank Of Nova Scotia	3,6%
Autres actionnaires (< 3% du capital)	71,4%

Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique

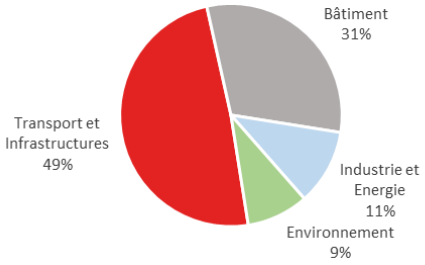


9.5. WSP Global Inc

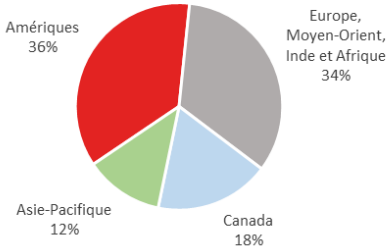
- WSP Global Inc. offre des services d'ingénierie, notamment dans les domaines de la construction, l'énergie, l'environnement, les mines, les infrastructures municipales, la gestion de projet, les télécommunications et le transport.
- WSP est une société canadienne cotée sur le Toronto *Stock Exchange*.

Principaux actionnaires	
Canada Pension Plan	19,4%
Caisse de dépôt et placement du Québec	18,2%
Canadian Imperial Bank of Commerce	2,1%
Vanguard Group	2,0%
Autres actionnaires (< 2% du capital)	58,3%

Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



ANNEXE 10 : PERFORMANCES DES COMPARABLES BOURSIERS (GPS ET ACTIVITÉS POURSUIVIES)[120]

Performances des comparables boursiers de GPS

Société - %	Croissance du chiffre d'affaires			Taux de marge d'EBIT			Taux de CAPEX		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Altran Technologies	9,2%	6,2%	4,9%	10,0%	10,8%	11,4%	2,0%	1,7%	1,7%
Alten	11,7%	6,5%	5,0%	9,2%	10,0%	10,2%	0,7%	0,7%	0,7%
Akka Technologies	18,4%	5,0%	5,0%	6,2%	7,6%	8,5%	2,8%	2,3%	2,2%
Bertrandt	1,3%	3,4%	4,5%	6,2%	6,9%	7,6%	4,2%	4,7%	4,4%
Edag Engineering Group	2,5%	3,9%	4,4%	4,3%	5,7%	6,5%	3,6%	3,7%	3,7%
Ricardo	5,9%	8,6%	4,8%	9,9%	11,0%	10,9%	4,0%	4,1%	3,9%
Médiane	**7,5%**	**5,6%**	**4,8%**	**7,7%**	**8,8%**	**9,3%**	**3,2%**	**3,0%**	**3,0%**

Performances des comparables boursiers d'Assystem des Activités Poursuivies

Société - %	Croissance du chiffre d'affaires			Taux de marge d'EBIT			Taux de CAPEX		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Aecom	3,1%	5,5%	2,0%	4,3%	4,5%	4,6%	0,6%	0,8%	0,9%
Altran Technologies	9,2%	6,2%	4,9%	10,0%	10,8%	11,4%	2,0%	1,7%	1,7%
Jacobs Engineering Group	(9,0%)	7,3%	8,8%	5,6%	5,8%	5,4%	0,9%	0,8%	0,7%
SNC-Lavalin Group	12,7%	22,3%	n.s.	6,9%	8,2%	8,9%	1,3%	1,5%	1,2%
Stantec	14,9%	17,4%	n.s.	8,3%	8,7%	10,9%	2,1%	2,0%	2,3%
WSP Global	(17,7%)	11,5%	n.s.	8,0%	8,0%	9,2%	2,3%	2,3%	2,4%
Médiane	**6,1%**	**9,4%**	**4,9%**	**7,4%**	**8,1%**	**9,0%**	**1,7%**	**1,6%**	**1,4%**

[120] Source : *Bloomberg.*

ANNEXE 11 : MULTIPLES BOURSIERS APPLIQUÉS À GPS ET AUX ACTIVITÉS POURSUIVIES

Multiples boursiers appliqués à GPS						
Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Altran Technologies	10,9 x	9,7 x	8,8 x	12,4 x	10,8 x	9,7 x
Alten	12,8 x	11,4 x	10,6 x	14,2 x	12,4 x	11,5 x
Akka Technologies	10,7 x	9,1 x	8,3 x	14,7 x	11,5 x	9,8 x
Bertrandt	9,6 x	8,4 x	7,6 x	14,9 x	12,8 x	11,2 x
Edag Engineering Group	7,9 x	6,7 x	6,0 x	14,7 x	10,6 x	8,9 x
Ricardo	9,0 x	8,1 x	7,8 x	13,2 x	10,9 x	10,5 x
Médiane	**10,2x**	**8,8x**	**8,0x**	**14,4x**	**11,2x**	**10,1x**

Multiples boursiers appliqués à Assystem (Activités Poursuivies)						
Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Aecom	9,6 x	8,8 x	7,5 x	11,4 x	10,4 x	10,0 x
Altran Technologies	10,9 x	9,7 x	8,8 x	12,4 x	10,8 x	9,7 x
Jacobs Engineering Group	9,9 x	8,9 x	7,9 x	11,8 x	10,5 x	10,4 x
SNC-Lavalin Group	12,6 x	8,7 x	8,6 x	n.s.	10,2 x	9,8 x
Stantec	10,9 x	9,6 x	9,5 x	15,4 x	12,5 x	11,2 x
WSP Global	11,3 x	9,8 x	9,9 x	14,9 x	13,3 x	11,8 x
Médiane	**10,9 x**	**9,2 x**	**8,7 x**	**12,4x**	**10,6x**	**10,2x**

4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 16 octobre 2017 sous la présidence de Monsieur Dominique Louis, Président – Directeur général de la Société, afin (i) d'examiner le projet d'offre publique de rachat par la Société de ses propres actions et (ii) de convoquer les actionnaires de la Société en assemblée générale extraordinaire. Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés et ont pris part au vote.

Le Conseil d'administration, à l'unanimité, (i) après avoir pris connaissance des éléments d'information contenus dans le projet de note d'information qui lui a été soumis, lequel intègre le rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant nommé par le Conseil d'administration de la Société le 7 septembre 2017 (« **l'Expert Indépendant** ») et le rapport d'évaluation établi par les Établissements Présentateurs (le « **Projet de Note d'Information** ») et (ii) examiné l'ensemble des termes et conditions du projet d'Offre, et après en avoir délibéré, a émis l'avis motivé suivant :

- « *a constaté que l'Expert Indépendant avait conclu au caractère équitable des termes et conditions de l'Offre,*

- *a pris acte (i) de l'intention de la société HDL Development, actionnaire de contrôle de la Société, d'apporter à l'Offre 3.821.738 actions sur le total de 13.478.407 actions qu'elle détient, soit environ 63,70% de la taille de l'Offre, pourcentage égal à sa quote-part du nombre total d'actions Assystem en circulation au 16 octobre 2017, de sorte à maintenir, dans l'hypothèse d'un taux de réponse à l'Offre de 100%, son niveau de participation en pourcentage du nombre d'actions en circulation et (ii) de l'intention de la société HDL, qui contrôle la société HDL Development, d'apporter à l'Offre l'intégralité des 50.000 actions qu'elle détient, soit environ 0,83% de la taille de l'Offre,*

- *a constaté que l'Offre (i) constituait une opportunité offerte aux actionnaires minoritaires de la Société de céder tout ou partie de leurs actions à un prix comportant une prime de 18,3% par rapport au cours de clôture du 16 octobre 2017 et une prime de 14,6% et 19,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes, sur une période d'un mois et de douze mois, respectivement, précédant le 17 octobre 2017, (ii) était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (iii) n'aurait pas de conséquences négatives sur la stratégie que la Société entend poursuivre, sa politique de distribution de dividendes, ni de conséquences en matière d'emploi,*

- *a décidé, compte tenu de ce qui précède, d'approuver les termes du projet d'Offre selon les modalités et conditions ainsi exposées et détaillées dans le Projet de Note d'Information, sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société de la résolution nécessaire à la réduction de capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation.* »

Compte tenu (i) de l'engagement d'HDL Development d'apporter à l'Offre sa quote-part du nombre d'actions en circulation et (ii) des opérations décrites à la section 1.2.2 ci-avant ayant conduit à la réduction du nombre total d'actions Assystem détenues par HDL Development, le nombre d'actions Assystem apportées à l'Offre par HDL Development est ramené à 3.803.670 actions sur le total de 13.414.683 actions qu'elle détient à la date de la présente note d'information, soit environ 63,39% de la taille de l'Offre.

5. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Assystem seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Assystem (www.assystem.com), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- Assystem : 70 Boulevard de Courcelles, 75017 Paris ; et
- Crédit Agricole Corporate and Investment Bank : 12 Place des États Unis, 92120 Montrouge ;
- BNP Paribas : 4 rue d'Antin, 75002, Paris ;
- Société Générale : CORI/COR/FRA, 75886 Paris Cedex 18.

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la présentation de l'Offre

« *Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, BNP Paribas et Société Générale, Établissements Présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre qu'elles ont examinée sur la base des informations communiquées par Assystem, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	BNP Paribas	Société Générale

Pour la Société

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

Dominique Louis
Président Directeur Général