

NOTE D'INFORMATION DE LA SOCIÉTÉ



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EFESO CONSULTING

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ PARTNERS IN ACTION



En application de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 16-026 en date du 19 janvier 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société EFESO Consulting et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport de la société BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Dans le cas où, à la clôture de la présente offre, les actionnaires minoritaires de la société EFESO Consulting ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière, la société Partners in Action a l'intention de procéder au plus tard dans un délai de trois (3) mois suivant la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux articles L.433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, à une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions d'EFESO Consulting non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnisation de 3,30 euros par action EFESO Consulting, égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

La présente note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur celui de la société EFESO Consulting (www.efeso.com) et sans frais sur simple demande auprès de la société EFESO Consulting, à l'adresse de son siège social situé 117, avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société EFESO Consulting seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L’OFFRE	4
1.1 Présentation de l’ Offre.....	4
1.2 Contexte de l’ Offre	4
1.3 Rappel des termes de l’ Offre.....	4
2. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE.....	5
2.1 Accords conclus avec les Fonds Nextstage et certains actionnaires managers du groupe EFESO Consulting	5
2.2 Accord avec la société Progression Dynamics.....	9
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE.....	9
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	12
5. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE	12
5.1 Structure du capital social.....	12
5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’ article L.233-11 du Code de commerce	14
5.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en application des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce.....	14
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	16
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionariat du personnel (quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier).....	16
5.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote.....	16
5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu’à la modification des statuts de la Société	16
5.8 Pouvoirs du Directoire (en particulier en matière d’émission ou de rachat d’actions)	17
5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d’ obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	18
5.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés (s’ ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’ une offre publique).....	18
6. NOMBRE D’ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR EFESO CONSULTING ET NOMBRE D’ACTIONS QU’ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRE INITIATIVE	18
7. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT.....	19
8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L’ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L’AMF.....	71
9. ATTESTATION DU RESPONSABLE DU PRÉSENT DOCUMENT.....	71

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, la société Partners In Action, une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 19.147.988 euros, dont le siège social est situé 14, rue de Bassano, 75116 Paris, et immatriculée sous le numéro 522 945 005 RCS Paris (« **Partners in Action** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société EFESO Consulting, une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 12.150.214 euros, dont le siège social est situé 117, avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris, et immatriculée sous le numéro 328 153 481 RCS Paris (« **EFESO Consulting** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004500106, d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »), la totalité de leurs actions EFESO Consulting pour un prix de 3,30 euros par action EFESO Consulting (le « **Prix de l'Offre** »).

1.2 Contexte de l'Offre

A la date de la présente note d'information en réponse, l'Initiateur détient directement et indirectement 18.607.017 actions, représentant 76,57% du capital et 84,71¹% des droits de vote de la Société sur la base d'un total de 24.300.428 actions et 42.571.331 droits de vote théoriques de la Société.

1.3 Rappel des termes de l'Offre

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, à l'exception (i) des actions auto-détenues par la Société (soit 182.458 actions au jour de la présente note d'information en réponse) et (ii) des actions qui font l'objet d'une promesse de vente par un actionnaire de la Société (soit 1.081.732 actions, voir au point 2.2 ci-dessous), soit à la connaissance de l'Initiateur au jour de la présente note d'information en réponse, un nombre maximum de 4.429.221 actions représentant 18,23% du capital et 12,32% des droits de vote théoriques de la Société, étant précisé par ailleurs que certains actionnaires de la Société se sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs actions en nature à l'Initiateur (soit 962.072 actions, voir au point 2.1 ci-dessous).

Conformément à l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires d'EFESO Consulting les actions qu'il ne détiendra pas à la date d'ouverture de l'Offre (à l'exception (i) des actions auto-détenues par la Société et (ii) des actions qui font l'objet d'une promesse de vente visée ci-dessous) et qui seraient présentées dans le cadre de l'Offre au prix de 3,30 euros par action, pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas

¹ Conformément au calcul préconisé par le 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris des actions privées de droit de vote.

(« **BNP Paribas** ») a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 5 janvier 2016, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur. BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

En application de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans le délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions EFESO Consulting non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires (à l'exception (i) des actions auto-détenues par la Société et (ii) des actions qui font l'objet d'une promesse de vente visée ci-dessous), si elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'EFESO Consulting.

En cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (à l'exception (i) des actions auto-détenues par la Société et (ii) des actions qui font l'objet d'une promesse de vente visée ci-dessous) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 3,30 euros par action égale au prix unitaire par action proposé dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur se réserve la faculté, si le retrait obligatoire n'est pas mis en œuvre dans les conditions décrites précédemment, de déposer auprès de l'AMF une offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire des actions qui ne sont pas déjà, directement ou indirectement détenues par lui, dans les conditions prévues aux articles 236-1 et suivants et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en mesure de mettre en œuvre le retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve également la possibilité d'engager au nom de la Société une procédure de radiation des actions EFESO Consulting du marché d'Euronext Paris si les résultats de l'Offre réduisaient encore davantage la liquidité du titre de telle sorte que la radiation de la cote soit de l'intérêt du marché, conformément aux règles de marché applicables.

2. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

2.1 Accords conclus avec les Fonds Nextstage et certains actionnaires managers du groupe EFESO Consulting

Aux termes d'accords conclus entre le 10 et le 18 décembre 2015, les fonds suivants actionnaires de la Société, FCPI NextStage Découverte 2009, FCPI NextStage Cap 2020, FCPI NextStage Cap 2021 et FIP NextStage Convictions (les « **Fonds Nextstage Apporteurs** ») et Messieurs Filippo Mantegazza, Mehdi Al-Radhi, Luca Lecchi, Stefano Erba, Roberto Maroncelli, Pierre Fougerat, Philippe Jaegy et Niel Webers (les « **Nouveaux Partners** ») se sont engagés à apporter à l'Initiateur, sous forme d'apports en nature rémunérés par l'émission à leur profit d'actions de l'Initiateur, un total de 962.072 actions de la Société qu'ils détiennent en pleine propriété (les « **Apports** ») sur la base d'une valorisation de 3,30 euros par action de la Société.

En outre, aux termes d'accords conclus entre le 10 et le 18 décembre 2015, les fonds suivants actionnaires de la Société, FCPI NextStage Développement 2007, FCPI NextStage Découvertes 2008, FCPI NextStage Cap 2016, FCPI NextStage Cap 2017 IR, FCPI IR NextStage Cap 2018, FCPI

NextStage Cap 2017 ISF, FCPI ISF NextStage Cap 2018, FIP NextStage Références 2008, Pluriels Valeurs et Pluriels Valeurs 2 (les « **Fonds Nextstage Cédants** ») et Messieurs Filippo Mantegazza, Mehdi Al-Radhi, Andrea Montermini, Rabih Chehouri, Pierre Maugery Pons, Antonio Romano, Jean Veillon (les « **Managers Cédants** ») se sont engagés à apporter à l'Offre les actions d'EFESO Consulting qu'ils détiennent et qui ne feront pas l'objet d'Apports.

Le nombre total d'actions EFESO Consulting apportées à l'Offre par les Fonds Nextstage Cédants et les Managers Cédants sera de 1.541.286 actions, et permettra à l'Initiateur, compte tenu des engagements d'Apports en nature et en titres susvisés, de s'assurer à l'issue de l'Offre une détention d'environ 21.110.375 actions, représentant au minimum 86,87% du capital et 90,88% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, aux termes d'un accord conclu le 18 décembre 2015, le fonds d'investissement SCA NextStage géré par Nextstage, qui n'est pas à ce jour actionnaire de la Société (le « **Nouveau Fonds Nextstage** », ensemble avec les Fonds Nexstage Apporteurs, les « **Fonds Nexstage** ») s'est engagé à participer au financement de l'Offre, par voie d'apports en fonds propres au niveau de l'Initiateur réalisés par augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription, à hauteur d'un montant total de 3.000.000 euros.

Il est prévu que les Fonds Nextstage Apporteurs et le Nouveau Fonds Nextstage, ainsi que les Nouveaux Partners adhèrent au pacte d'actionnaires existant de l'Initiateur, conclu le 17 septembre 2010 (le « **Pacte** »).

Il est rappelé que le Pacte comporte un certain nombre de clauses usuelles s'agissant du transfert des titres de Partners In Action par les actionnaires : inaccessibilité temporaire des titres détenus par un groupe d'une vingtaine de managers et consultants principaux d'EFESO Consulting (les « **Partners** »), qui a pris fin depuis la date de signature du Pacte, droit de préemption, droit de sortie conjointe totale et proportionnelle en cas de transfert de titres, droit de préemption au profit des actionnaires et obligation d'accompagnement des Partners dans certains cas d'offre portant sur 100% des titres de Partners In Action. Le Pacte prévoit en outre l'autorisation préalable du Conseil de surveillance de Partners in Action en cas de cession d'actifs de celle-ci (en ce compris les actions EFESO Consulting) pour un montant excédant 500.000 euros.

Le Pacte prévoit en outre la conclusion de promesses d'achat et de promesses de vente portant sur les titres des Partners et exerçables en cas de cessation des fonctions des Partners.

Les Fonds Nextstage Apporteurs, le Nouveau Fonds Nextstage, et les Nouveaux Partners ne bénéficieront ni aux termes du Pacte ni aux termes des promesses de prix fixe de cession garanti. Par ailleurs, les formules de prix de rachat de ces promesses appliquées à la situation contemporaine de l'Offre feraient ressortir, par transparence, une décote par rapport au prix de l'Offre.

Aux termes de l'accord conclu le 18 décembre 2015, il est prévu que parmi les neuf membres du Conseil de surveillance de l'Initiateur, un membre sera désigné sur proposition des Fonds Nextstage.

L'Initiateur a déclaré n'avoir connaissance d'aucun autre accord pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Le capital social et les droits de vote de l'Initiateur sont à la date de la présente note d'information en réponse détenus comme suit :

Associés	Nombre d'actions détenues	Nombre de droits de vote	% du capital et des droits de vote
FCPR Argos Soditic V-A	2.230.785	2.230.785	11,65 %
FCPR Argos Soditic V-B	8.397.288	8.397.288	43,85 %
FCPR Argos Soditic V-C	468.735	468.735	2,45 %
<i>Sous total Fonds Argos Soditic</i>	<i>11.096.805</i>	<i>11.096.808</i>	<i>57,95 %</i>
Filippo Mantegazza	3.495.517	3.495.517	18,26 %
Carlo Baroncelli	169.109	169.109	0,88 %
Fidirevisa Italia S.p.A	187.274	187.274	0,98 %
Wilhelmus Johannes Tolboom	96.824	96.824	0,51 %
Luca Stoppino	138.219	138.219	0,72 %
Mario Galassini	117.329	117.329	0,61 %
Mehdi al-Radhi	319.126	319.126	1,67 %
Luca Angelo Lecchi	268.795	268.795	1,40 %
Stefano Erba	208.795	208.795	1,09 %
Jean Veillon	261.366	261.366	1,36 %
Philippe Jaegy	119.580	119.580	0,62 %
Giorgio Levati	142.048	142.048	0,74 %
Clive Geldard	119.736	119.736	0,63 %
Mark Goodwin	116.940	116.940	0,61 %
Power Gain International Investment Limited	100.000	100.000	0,52 %
Bas Koetsier	88.605	88.605	0,46 %
Craig Dalton	99.736	99.736	0,52 %
Lorenzo Zennaro	50.000	50.000	0,26 %
Louis Godron	1	1	0,00 %
Gilles Mougenot	1	1	0,00 %
Gilles Lorang	1	1	0,00 %
Argos Soditic France	1	1	0,00 %
Andrea Montermini	165.563	165.563	0,86 %
Jolanta Bak	132.451	132.451	0,69 %
Piero Serra	99.338	99.338	0,52 %
Hesham Dinana	39.736	39.736	0,21 %
Neil Webers	48.341	48.341	0,25 %
Rajinder Singh	39.736	39.736	0,21 %
Gwendolyn Engelen	48.341	48.341	0,25 %
Bruno Machiels	459.557	459.557	2,40 %
Didier Brackenier	459.557	459.557	2,40 %
Marcia de Troyer	459.557	459.557	2,40 %
Total	19.147.988	19.147.988	100%

A l'issue de la réalisation des Apports et de l'augmentation de capital susvisée, le capital social et les droits de vote de Partners In Action seront détenus comme suit :

Associés	Nombre d'actions détenues	Nombre de droits de vote	% du capital et des droits de vote
FCPR Argos Soditic V-A	2.230.785	2.230.785	10,26 %
FCPR Argos Soditic V-B	8.397.288	8.397.288	38,62 %
FCPR Argos Soditic V-C	468.735	468.735	2,16 %
Sous total Fonds Argos Soditic	11.096.805	11.096.808	51,04 %
Filippo Mantegazza	3.674.959	3.674.959	16,90 %
Nouveau Fond NextStage	1.260.504	1.260.504	5,80 %
Fonds NextStage Apporteurs	799.596	799.596	3,68 %
Carlo Baroncelli	169.109	169.109	0,78 %
Fidirevisa Italia S.p.A	187.274	187.274	0,86 %
Wilhelmus Johannes Tolboom	96.824	96.824	0,45 %
Luca Stoppino	138.219	138.219	0,64 %
Mario Galassini	117.329	117.329	0,54 %
Mehdi al-Radhi	374.588	374.588	1,72 %
Luca Angelo Lecchi	294.284	294.284	1,35 %
Stefano Erba	259.771	259.771	1,19 %
Jean Veillon	261.366	261.366	1,20 %
Philippe Jaegy	126.557	126.557	0,58 %
Giorgio Levati	142.048	142.048	0,65 %
Clive Geldard	119.736	119.736	0,55 %
Mark Goodwin	116.940	116.940	0,54 %
Power Gain International Investment Limited	100.000	100.000	0,46 %
Bas Koetsier	88.605	88.605	0,41 %
Craig Dalton	99.736	99.736	0,46 %
Lorenzo Zennaro	50.000	50.000	0,23 %
Louis Godron	1	1	0,00 %
Gilles Mougenot	1	1	0,00 %
Gilles Lorang	1	1	0,00 %
Argos Soditic France	1	1	0,00 %
Andrea Montermini	165.563	165.563	0,76 %
Jolanta Bak	132.451	132.451	0,61 %
Piero Serra	99.338	99.338	0,46 %
Hesham Dinana	39.736	39.736	0,18 %
Neil Webers	79.487	79.487	0,37 %
Rajinder Singh	39.736	39.736	0,18 %
Gwendolyn Engelen	48.341	48.341	0,22 %
Bruno Machiels	459.557	459.557	2,11 %
Didier Brackenier	459.557	459.557	2,11 %
Marcia de Troyer	459.557	459.557	2,11 %
Pierre Fougerat	46.219	46.219	0,21 %
Roberto Maroncelli	138.655	138.655	0,64 %
Total	21.742.454	21.742.454	100%

2.2 Accord avec la société Progression Dynamics

Progression Dynamics CVBA, société belge enregistrée au Registre Central des Entreprises sous le numéro 0548 712 766 (« **Progression Dynamics** »), propriétaire de 1.081.732 actions EFESO Consulting, n'est pas en mesure de céder ses actions avant le 14 mai 2016 (le « **Délai de Conservation** ») en raison d'obligations contractuelles soumises au droit belge lui étant applicables, mais a accepté de s'engager de manière irrévocable à céder ses actions à l'Initiateur aux conditions de l'Offre dès l'expiration du Délai de Conservation.

Ainsi au terme d'un contrat de promesses de vente et d'achat d'actions de la Société conclu le 20 décembre 2015, Progression Dynamics a consenti une promesse de vente à l'Initiateur du 1^{er} janvier 2016 au 30 mai 2016 (inclus), portant sur les 1.081.732 actions de la Société qu'elle détient à ce jour, à un prix de vente de 3,30 euros par action de la Société, étant précisé que la cession interviendra entre le 14 mai 2016 et le 31 mai 2016 (la « **Promesse PD** »).

Progression Dynamics bénéficie également d'une promesse d'achat du 1^{er} juin 2016 au 30 juin 2016 (inclus) consentie par l'Initiateur, portant sur les 1.081.732 actions de la Société que Progression Dynamics détient à ce jour, à un prix de vente de 3,23 euros par action EFESO Consulting, étant précisé que la cession interviendra entre le 1^{er} juin 2016 et le 31 juillet 2016.

L'Initiateur a l'intention d'exercer la promesse de vente entre le 1^{er} janvier 2016 et le 30 mai 2016.

Le nombre total d'actions EFESO Consulting cédées à l'Initiateur à l'issue du Délai de Conservation sera de 1.081.732 actions, et permettra à l'Initiateur de s'assurer compte tenu des engagements d'Apports en nature et en titres visés ci-dessus, à l'issue du Délai de Conservation, une détention de 22.192.107 actions, représentant 91,32% du capital et 93,43% des droits de vote de la Société.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 28 décembre 2015 afin d'examiner notamment les conditions de l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil de surveillance étaient présents, réputés présents ou représentés, à savoir Messieurs Jean Veillon, Louis Godron, Gilles Mougnot, Andrea Oddi, Richard Reis, Wilhelmus Johannes Tolboom et Madame Alexandra Faraone. Monsieur Filippo Mantegazza, Président du Directoire de la Société, assistait également à la réunion.

La séance était présidée par Monsieur Jean Veillon en sa qualité de Président du Conseil de surveillance.

Lors de cette réunion, les membres du Conseil de surveillance ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il envisage de le déposer auprès de l'AMF contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparée par BNP Paribas, banque présentatrice de l'Offre ;
- le rapport établi par la société BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ;
- le projet de note d'information en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Après examen de ces documents, les membres du Conseil de surveillance ont procédé à un échange de vue sur l'ensemble de ces éléments, ont pris note de l'information du Président du Conseil de surveillance selon laquelle le prix offert dans le cadre de l'Offre est un plus haut historique depuis 2010, et que, par rapport au prix de l'augmentation de capital réalisée en 2010, ce prix représente une plus-value de plus de 135% pour les souscripteurs à ladite augmentation de capital, et ont constaté que :

- compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et de l'activité de la Société, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société ; en effet, la liquidité des actions EFESO Consulting sur le marché est devenue très limitée tout comme la couverture qui est faite de la Société par les analystes financiers ;
- l'activité à faible intensité capitalistique de la Société ne nécessite pas de recourir à une offre au public d'instruments financiers à court ou moyen terme ;
- l'Initiateur souhaite renforcer sa participation au capital de la Société et s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société ; le succès de l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société notamment en matière d'emploi ;
- le Prix de l'Offre est de 3,30 euros par action de la Société et fait ressortir une prime de 16,6% sur le dernier cours des actions de la Société en date du 16 décembre 2015 et une prime de 19,6% et 25,7% respectivement calculées par référence aux moyennes du cours des actions de la Société (pondérées par les volumes échangés) sur 6 mois et 12 mois avant cette date ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

« (...) Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes d'actualisation des flux futurs de trésorerie et des comparables boursiers.

La référence à l'augmentation de capital de mai 2015 n'est présentée qu'à titre secondaire compte tenu de la taille de l'opération.

En raison de la taille du flottant de la Société, nous ne retenons qu'à titre secondaire les références au cours de bourse sur lesquels le prix d'Offre présente des primes comprises entre

13,1% et 14,8% sur, respectivement, les moyennes pondérées 20 jours et 3 mois.

La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie (méthode DCF) et la méthode des comparables boursiers, que nous retenons à titre principal, présentent des valeurs centrales homogènes, entre 2,96 € et 3,06 €, faisant apparaître des primes respectives de 8% et 11,6%. Ces valeurs centrales sont corroborées par les résultats de l'approche par les transactions comparables.

Nous relevons que le prix d'Offre présente des primes d'un niveau modeste par rapport à celles proposées lors d'offre de même nature dans un contexte semblable, c'est-à-dire sans changement de contrôle. Ce constat doit toutefois être relativisé en raison, d'une part, des hypothèses retenues par nos soins dans le plan d'affaires, globalement favorables aux actionnaires minoritaires, et d'autre part, en l'absence d'application de décotes de taille ou de contrôle qui auraient pu être justifiées s'agissant des méthodes analogiques.

Par ailleurs, nos diligences relatives à l'entrée des Fonds Nexstage et des managers au capital de l'Initiateur n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 3,30 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, portant sur les actions d'Efeso Consulting, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».

- l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritères en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a donc conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire ;
- l'Offre sera suivie d'un Retrait Obligatoire, si les conditions requises se trouvent remplies ;
- la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire permettrait à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors de réduire les coûts qui y sont associés ; les frais ainsi économisés seraient réalloués à des investissements en matière de communication et de marketing ; une telle opération permettrait également de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation, au même prix par action de la Société que celui retenu dans le cadre des Apports et de la Promesse PD et cela alors que la rotation quotidienne moyenne du capital ne s'est élevée qu'à 0,01% sur les six derniers mois, selon les calculs de BNP Paribas.

Sur cette base, le Conseil de surveillance de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

« Ceci étant exposé, le Conseil de surveillance, ayant pris connaissance (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par BNP Paribas et dans le rapport de l'Expert Indépendant et (iv) des observations de l'Expert Indépendant, et après en avoir délibéré :

- *prend acte du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre proposant un prix de 3,30 euros par action de la Société, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire ;*
- *considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et qu'il constitue une opportunité de cession satisfaisante pour ses actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate ou à terme ;*
- *approuve le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés, ainsi que les termes du Projet de Note d'Information en Réponse, et décide en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *donne tous pouvoirs au Président du Directoire de la Société pour procéder à toutes modifications sur le Projet de Note d'Information en Réponse et les informations complémentaires de la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs au Président du Directoire de la Société à l'effet, au nom et pour le compte de la Société, de signer les attestations relatives au Projet de Note d'Information en Réponse et finaliser le document « Autres Informations » concernant la Société et, plus généralement, à faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour les besoins de la réalisation de l'Offre et notamment rédiger et émettre tout communiqué de presse relatif à l'Offre ;*
- *prend acte du fait que les 182.458 actions auto-détenues à ce jour par la Société ne sont pas visées par l'Offre. (...) »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Lors de la réunion du Conseil de surveillance en date du 28 décembre 2015, les membres du Conseil de surveillance tous présents, réputés présents ou représentés, ont pris unanimement acte du fait que les membres du Conseil de surveillance se sont engagés à apporter à l'Offre l'intégralité des actions EFESO Consulting qu'ils détiendraient à l'exception des trois (3) actions qu'ils doivent conserver en leur qualité de membre du Conseil de surveillance en application des statuts de la Société.

5. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIETE

En application de l'article 231-19 2° du règlement général de l'AMF, la présente section reprend les éléments mentionnés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce.

5.1 Structure du capital social

A la date de la présente note d'information en réponse, le capital de la Société s'élève à 12.150.214 euros, divisé en 24.300.428 actions, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote sont, à la date de la présente note d'information en réponse, répartis (sur une base théorique²) comme suit :

² Conformément au calcul préconisé par le 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 I du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris des actions privées de droit de vote.

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote	Pourcentage de droits de vote
Partners in Action	18.607.017	76,57%	36.063.714	84,71%
Les Fonds NextStage	1.908.869	7,86%	1.908.869	4,48%
Progression Dynamics	1.081.732	4,45%	1.081.732	2,54%
Auto-contrôle	182.458	0,75%	182.458	0,43%
Managers	594.489	2,45%	730.814	1,72%
Public	1.925.863	7,92%	2.603.744	6,12%
Total	24.300.428	100,0%	42.571.331	100,0%

A la date de la présente note d'information en réponse, et à l'exception des actions de la Société mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

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

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions EFESO Consulting et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société, n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

Les principales stipulations du Pacte sont rappelées au point 2.1 de la présente note d'information en réponse.

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

A la connaissance de la Société et à la date de la présente note d'information en réponse, le capital de la Société s'élève à 12.150.214 euros, divisé en 24.300.428 actions, toutes de même catégorie et entièrement libérées et est réparti comme indiqué au point 5.1 ci-dessus.

Par ailleurs, à la date de la présente note d'information en réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société que ceux indiqués au point 5.1 ci-dessus.

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

Conformément à l'article 10.4 des statuts de la Société, « *un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative d'au moins quatre ans, au nom du même titulaire* ».

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel (quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier)

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

5.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente note d'information en réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote autres que ceux mentionnés au point 2.1 concernant les stipulations du Pacte et au point 2.2 ci-dessus concernant la société Progression Dynamics.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, cette dernière est dirigée par un Directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle d'un Conseil de surveillance.

Le Directoire est composé de trois (3) membres au moins, nommés par le Conseil de surveillance.

Les membres du Directoire sont désignés pour une durée de quatre (4) ans et sont toujours rééligibles.

En cas de vacance, le Conseil de surveillance doit pourvoir au remplacement du poste vacant dans un délai de deux (2) mois, pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de soixante-quinze (75) ans. Le membre du Directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil de surveillance.

Les membres du Directoire sont révocables sur justes motifs par le Conseil de surveillance.

5.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

En outre, conformément à l'article 13.1 des statuts de la Société et à titre de mesure interne non opposable aux tiers, toute décision qui entraînerait la modification des statuts de la Société doit faire l'objet d'une autorisation préalable par le Conseil de surveillance.

5.8 Pouvoirs du Directoire (en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions)

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordées par la loi et les statuts, le Directoire dispose des délégations suivantes qui lui ont été accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Nature	Date de l'autorisation/délégation	Echéance/durée	Montant maximum autorisé, en nominal	Montant utilisée
Autorisation à donner au Directoire à l'effet de réduire le capital par annulation des actions détenues par la Société dans le cadre du programme de rachat d'actions.	27 mai 2015 (7 ^{ème} résolution)	18 mois	Annulation dans la limite de 10% du capital et par période de 24 mois.	-
Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social d'un montant de cinq millions (5.000.000) d'euros en nominal par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital.	27 mai 2015 (8 ^{ème} résolution)	26 mois	5.000.000 €	-
Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social d'un montant de trois millions (3.000.000) d'euros en nominal par émission d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de catégories de personnes conformément à l'article L.225-138 du Code de commerce, dans le contexte d'opérations de croissance externe.	27 mai 2015 (9 ^{ème} résolution)	18 mois	3.000.000 €	-
Délégation de compétence au Directoire pour augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou	27 mai 2015 (10 ^{ème} résolution)	26 mois	Dans la limite du plafond prévu pour la résolution en	-

suppression du droit préférentiel de souscription, décidée en application des 8 ^{ème} et 9 ^{ème} résolutions précédemment visées.			application de laquelle l'émission initiale a été décidée.	
Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'augmenter le capital par émission d'actions réservées aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise établi en application des articles L.3332-1 et suivants du Code du travail, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers.	27 mai 2015 (11 ^{ème} résolution)	26 mois	1.000.000 €	-

5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note d'information en réponse, il n'existe aucun accord conclu par la Société susceptible de prendre fin ou d'être modifié en cas de changement de contrôle de celle-ci, étant toutefois précisé que certaines conventions de crédit conclues par la Société avec des établissements financiers contiennent, conformément à la pratique, des clauses de changement de contrôle.

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

La Société n'a conclu aucun accord avec les membres du Directoire ou les salariés (s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique).

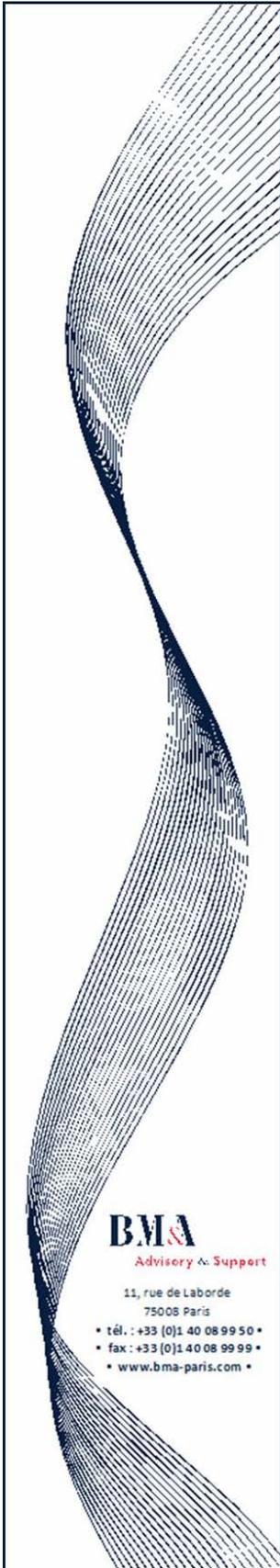
6. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR EFESO CONSULTING ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRE INITIATIVE

La Société détient, à la date de la présente note d'information en réponse, 182.458 actions EFESO Consulting dans le cadre de l'application du contrat de liquidité conclu avec la société de Bourse Gilbert Dupont. Ce contrat a été suspendu le 18 décembre 2015, à la demande du Président du Directoire.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, la société BM&A Advisory & Support, représentée par Monsieur Pierre Béal, a été désignée le 25 novembre 2015 par le Directoire de la Société en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Cette nomination a été préalablement approuvée par le Conseil de surveillance de la Société au cours de sa réunion du 25 novembre 2015.

Ce rapport, établi le 28 décembre 2015, est reproduit ci-après :



EFESO CONSULTING

117, avenue des Champs Elysées
75008 Paris

.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ
EFESO CONSULTING**

.....

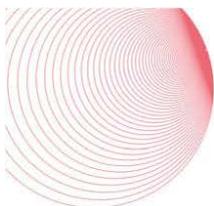
décembre 2015

BMA

Advisory & Support

11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •

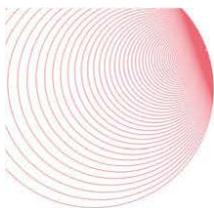


SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION	1
2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	3
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.2 Déclaration d'indépendance	3
2.3 Rémunération de l'expert	4
2.4 Diligences effectuées par l'expert	4
3. PRÉSENTATION D'EFESO CONSULTING	7
3.1 Bref historique et positionnement stratégique	7
3.2 Performances financières historiques	9
3.3 Présentation du plan d'affaires	15
4. EVALUATION	18
4.1 Critères et méthodes écartés	18
4.1.1 Actif net comptable	18
4.1.2 Actif net réévalué - ANR	18
4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes	18
4.2 Critères et méthodes retenus	19
4.2.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes	19
4.2.2 Transactions récentes sur le capital de la Société et accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre	23
4.2.3 Evaluation par la méthode des DCF	25
4.2.4 Evaluation par les comparables boursiers	29
4.2.5 Evaluation par les transactions comparables	30
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE	32
5.1 Méthode des DCF	33
5.2 Méthode des comparables boursiers	34
5.3 Méthode des transactions comparables	35
6. CONCLUSION	36



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



SOMMAIRE

7. ANNEXE	38
7.1 Présentation synthétique des comparables des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers	38
7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	39
7.3 Détail de l'échantillon des transactions retenues.....	47



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Constatant que le maintien de la cotation de la société Efeso Consulting (ex-Solving Efeso, ci-après la « Société » ou « Efeso ») n'est plus justifié au regard de son modèle économique et financier, lequel ne nécessite pas de levée de fonds à court et moyen terme, la société Partners In Action (ci-après « PIA » ou l'« Initiateur ») qui souhaite par ailleurs renforcer sa participation, envisage de proposer aux actionnaires d'Efeso l'acquisition de leurs actions au prix unitaire de 3,30 €.

L'opération prendra la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») dans la mesure où PIA contrôle la Société préalablement à l'Offre.

Par ailleurs, aux termes d'accords conclus entre les 10 et 18 décembre 2015, certains fonds gérés par la société Nextstage (ci-après les « Fonds Nextstage ») et une douzaine de managers se sont engagés à apporter à l'Initiateur une partie de leurs actions Efeso sous forme d'un apport en nature rémunéré par l'émission d'actions PIA¹, le solde de leurs participations faisant l'objet d'un engagement d'apport à l'Offre. En outre, d'autres Fonds Nextstage se sont engagés à souscrire une augmentation de capital de PIA à hauteur de 3 M€.

En conséquence de ces opérations, PIA est assuré de contrôler au moins 92 % du capital de la Société². Le détail de l'évolution de la répartition du capital est présenté dans le tableau ci-dessous :

Efeso Consulting Actionnariat au 24 nov.-15	Actions		Apports à PIA	Actions		Apports à l'Offre	Actions	
	nombre	%		nombre	%		nombre	%
PIA	18 607 017	76,6%	962 072	19 569 089	80,5%	1 541 286	21 110 375	86,9%
Fonds Nextstage	1 908 869	7,9%	(576 679)	1 332 190	5,5%	(1 332 190)	-	-
Progression Dynamics	1 081 732	4,5%	-	1 081 732	4,5%	-	1 081 732	4,5%
Autocontrôle	182 458	0,8%	-	182 458	0,8%	-	182 458	0,8%
Managers	594 489	2,4%	(385 393)	209 096	0,9%	(209 096)	-	-
Public	1 925 863	7,9%	-	1 925 863	7,9%	-	1 925 863	7,9%
Total	24 300 428	100,0%	-	24 300 428	100,0%	-	24 300 428	100,0%

Comme l'y autorise le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») en application des articles 237-14 et suivants, dans un délai de trois mois au terme de l'Offre dans le cas où les actions de la Société non apportées ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur prévoit de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à un prix identique à celui de l'Offre, soit 3,30 € par action Efeso.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 25 novembre 2015 en qualité d'expert indépendant par Monsieur Filippo Mantegazza³, président du directoire de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Efeso dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

¹ La valeur des apports et leur rémunération seront appréciées sur la base d'une valeur par action Efeso de 3,30 €, identique au prix d'Offre.

² En ce compris les actions Efeso détenues par Progression Dynamics (cf. § 4.2.2) et hors autocontrôle.

³ Au nom du directoire.



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



Cette intervention est requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1^{er} à l'article 261-1, et en particulier :

- du paragraphe I- 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'Initiateur de l'Offre ;
- du paragraphe II, dans la mesure où la mise en œuvre d'un retrait obligatoire est envisagée dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.



2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte 90 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visident	Groupe Visident	CM-CIC Securlies
oct-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Club Méditerranée	Gallion Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CA CB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PMCE Participations	Aurel BOC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Derrant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Schaeffer-Dufour	H.O.D. Participations	Neulize OBC Corporate

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;



- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

Nous précisons que BM&A était expert indépendant à l'occasion de l'offre initiée par Argos Soditic sur les actions et les OCEANES de Solving Efeso en juin 2010.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 59 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Éric Blache, associés, assistés de Roland Clère, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

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 du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 24 novembre au 28 décembre 2015, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Emmanuel Frionnet, Directeur administratif et financier d'Efeso ;
- Maître Guillaume Reboul, conseil de la Société ;
- Messieurs Gauthier Le Milon, Bruno Attali et Augustin Hamy, respectivement directeur, vice-président et associé de BNP Paribas Corporate et Institutional Banking, conseil de l'Initiateur (ci-après « BNP » ou la « Banque ») ;
- Messieurs Richard Reis et Pierre-Elie Reynolds, chargés d'affaires au sein d'Argos Soditic, société de gestion des fonds Argos Soditic V-A, V-B et V-C (ci-après, ensemble, les « Fonds Argos »), actionnaires majoritaires de l'Initiateur.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) les conditions de réinvestissement des Fonds Nextstage et de managers dans le capital de PIA.



Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité d'Efeso ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les conditions d'investissement des Fonds Nextstage et des managers dans PIA ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé à horizon 2019 communiqué par le management d'Efeso ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par BNP Paribas et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du plan d'affaires 2015 – 2019 établi par la Société ;
- du « *Share Purchase Agreement* » conclu le 3 avril 2015 et relatif à l'acquisition de la société Empact ;
- du projet de « *Share Purchase Agreement* » relatif à l'acquisition de la société Tanneron ;
- de la documentation juridique et financière relative à la société PIA, et notamment :
 - des comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2014 ;
 - de la situation comptable arrêtée au 30 novembre 2011 ;
 - du contrat d'émission des obligations convertibles du 29 juin 2010 et de ses avenants ;
 - du « *Shares call option agreement* » conclu le 17 septembre 2010 entre les Fonds Argos, actionnaires majoritaires de PIA, et les managers d'Efeso ;
 - du « *Projet Pericles Term sheet* » signé le 18 décembre 2015 relatif à l'accord entre PIA et les Fonds Nextstage, d'apport à l'Offre et d'apports en nature à PIA d'actions Efeso de la part des Fonds Nextstage, et à l'augmentation de capital de PIA souscrite par les Fonds Nextstage ;
 - des « *Promesses de vente et d'achat d'actions de la société Efeso entre PIA et Progression Dynamics CVBA* », signé le 20 décembre 2015 ;
 - de la table de capitalisation sous Excel de PIA permettant la simulation des pourcentages de détention et des capitaux revenant aux actionnaires de PIA en cas de sortie d'Efeso ;
- du projet de procès-verbal des délibérations de l'assemblée générale ordinaire de PIA du 23 décembre 2015, les projets de note d'information relative à l'Offre ;
- des projets de note d'information et de note en réponse relatifs à l'Offre ;
- du rapport d'évaluation établi le 23 novembre 2015 par BNP Paribas et ses mises à jour des 7 et 16 décembre 2015.



Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction d'Efeso nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.



3. PRÉSENTATION D'EFESO CONSULTING

3.1 Bref historique et positionnement stratégique

Efeso Consulting (ex Solving Efeso International) est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 12 150 214 €, réparti en 24 300 428 actions de 0,50 € de nominal. Son siège social est situé à Paris (75), au 117, avenue des Champs-Élysées. Introduite en bourse en juillet 1998 sur le compartiment C (Small Cap) de NYSE Euronext Paris, la Société a fait l'objet d'un transfert de cotation en mai 2011 et est actuellement admise sur Alternext Paris (ISIN : FR0004500106). Sa capitalisation boursière atteint environ 69 M€ sur la base d'un cours de clôture de 2,83 € relevé le 16 décembre 2015.

Fondée en 1980 par Monsieur Roland Fitoussi sous le nom de Solving International, Efeso Consulting s'est tout d'abord spécialisée dans le conseil en stratégie et a entamé son développement via l'ouverture de bureaux en Europe, aux Etats-Unis et en Argentine. Dans les années 2000, tandis que la croissance reposait principalement sur la création de filiales, la Société a choisi d'adopter une politique de croissance externe et d'élargir ses domaines d'intervention avec l'acquisition en 2001 d'Efeso Holdings Ltd, société spécialisée dans le management opérationnel et l'organisation. Depuis, les opérations d'acquisitions se sont succédé permettant à la Société de diversifier ses compétences sectorielles, d'enrichir son portefeuille international de clients et de créer de nouvelles opportunités de synergies.

Mi 2009, anticipant des difficultés de trésorerie liées à l'échéance d'un prêt obligataire, les dirigeants d'Efeso ont recherché des partenaires financiers susceptibles d'assurer le refinancement de la dette et la poursuite du développement de la Société. Mi 2010, ce processus a conduit à l'entrée au capital d'Efeso, du fonds d'investissement Argos Soditic à travers la société PIA, par une augmentation de capital réservée suivie d'une offre publique d'achat visant les actions et les OCEANES d'Efeso. A l'issue de ces opérations, PIA contrôlait Efeso en détenant plus de 77 % des actions⁴.

Aujourd'hui Efeso Consulting dispose de 26 bureaux à travers le monde et offre des prestations de conseil en stratégie, en excellence opérationnelle et en gestion de changement, qui se détaillent comme suit :

- Le conseil en stratégie consiste en l'accompagnement des clients dans des contextes de mutation et de restructuration via la compréhension du business model, l'analyse de la chaîne de valeur et l'identification de stratégies apportant un réel avantage compétitif ; ces prestations sont étendues au conseil en fusions et acquisitions, en déploiement international et en politique d'innovation ;
- L'excellence opérationnelle regroupe les prestations en développement de produits, en amélioration des process industriels, en optimisation des coûts, et en gestion des achats et de la logistique ;

⁴ Au 1^{er} octobre 2010.



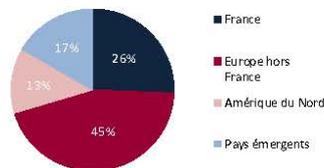
- Le conseil en gestion du changement s'exerce pour la mise en place d'un environnement de travail et d'une organisation adaptés, lors de la réorganisation des fonctions support, et à l'occasion de l'intégration de nouvelles acquisitions.

La Société intervient principalement pour des « grands comptes », soit des groupes internationaux figurant parmi les leaders sur leur marché, ainsi que pour des Etats et des administrations publiques. Son domaine d'intervention couvre des secteurs divers et variés : grande consommation (Nestlé, P&G, Danone, etc.), automobile (Volvo, Fiat Group, Chrysler), banques et assurances (Société Générale, Barclays, Natixis, etc.), sidérurgie, industrie cosmétique ...

S'agissant de la méthodologie développée, Efeso Consulting s'appuie sur une base de données interne, dénommée « Toolkit », qui collecte les problématiques rencontrées, les recommandations effectuées et le résultat de leur mise en œuvre. Elle constitue un outil d'amélioration de la performance des consultants en leur permettant d'accéder facilement, en plus de vingt langues, à des outils et des méthodologies adaptées aux questions des clients. Elle constitue également un outil de préservation des savoirs indépendant de la présence des consultants dans l'entreprise. Enfin, cet outil, dont Oséo a reconnu le caractère innovant, permet à la Société d'obtenir un crédit d'impôt recherche au titre de certains de ses coûts de développement.

Au 30 juin 2015, la Société employait 426 salariés, dont 215 consultants internes, 169 intervenants externes et 42 administratifs. Au premier semestre 2015, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 37,3 M€, en augmentation de 14,3 %, pour un résultat opérationnel courant de 4 M€ contre 2,9 M€ en juin 2014.

Répartition géographique du CA au 30 juin 2015



Source : rapport financier semestriel 2015

En dépit d'un environnement économique incertain, lié à la l'atonie de la croissance économique globale, à la montée du conseil interne dans les grands groupes et à l'intensification de la concurrence, Efeso Consulting entend poursuivre une stratégie de croissance « agressive » en élargissant sa présence géographique, notamment en Europe et en Asie, et en diversifiant son empreinte sectorielle.



3.2 Performances financières historiques

a) Evolution des résultats

Comme indiqué dans le tableau ci-après retraçant l'évolution du résultat de la Société depuis les cinq derniers exercices, le chiffre d'affaires est passé de 50,4 M€ en 2010 à 63,8 M€ en 2014, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,1%.

Résultat en K€	2010	2011	2012	2013	2014	TCAM* 2010-2014
Chiffre d'affaires	50 453	54 811	60 097	65 588	63 884	6,1%
Variation	1,7%	8,6%	9,6%	9,1%	(2,6%)	
Autres produits d'activité hors CIR ⁽¹⁾	100	320	79	34	184	
Charges externes	(29 129)	(32 478)	(35 122)	(37 280)	(36 773)	
Valeur ajoutée	21 424	22 653	25 054	28 342	27 295	6,2%
En % du CA	42,5%	41,3%	41,7%	43,2%	42,7%	
Impôts et taxes	(201)	(353)	(341)	(407)	(429)	
Charges de personnel	(18 437)	(17 706)	(19 396)	(21 569)	(20 245)	
En % du CA	(36,5%)	(32,3%)	(32,3%)	(32,9%)	(31,7%)	
CVAE	(40)	(40)	(112)	(114)	(140)	
Dotations aux provisions	(554)	(397)	(280)	(355)	(334)	
EBITDA	2 192	4 157	4 925	5 897	6 147	29,4%
En % du CA	4,3%	7,6%	8,2%	9,0%	9,6%	
Dotations aux amortissements	(377)	(410)	(439)	(473)	(515)	
Résultat opérationnel courant	1 815	3 747	4 486	5 424	5 632	32,7%
En % du CA	3,6%	6,8%	7,5%	8,3%	8,8%	

(1) Crédit d'impôt recherche

*TCAM : taux de croissance annuel moyen

Cette progression s'explique par trois effets combinés :

- un effet volume lié, d'une part, à une forte augmentation de la demande dans les pays émergents (Russie, Chine, Moyen-Orient, Amérique du Sud ...) et l'Amérique du Nord, d'autre part, à la conquête de « grands comptes » et l'expansion auprès de clients historiques ;
- un effet prix, qui se mesure par une augmentation du prix de vente moyen de 5 % en 2011, liée à l'optimisation du portefeuille d'activités et à l'enrichissement de l'offre ;
- un effet périmètre, lié à la réussite des opérations d'acquisitions effectuées au cours des cinq dernières années (dont le rachat d'Intuition en 2011, Hands-On, Flecto BV, RightSelect.com BV et Blupeter en 2012, etc.).

Les charges externes augmentant parallèlement au chiffre d'affaires, cette évolution conduit, par solde, à une amélioration de la valeur ajoutée, laquelle connaît un taux de croissance annuel moyen de 6,2 % et représente en moyenne 42,3 % du chiffre d'affaires sur les cinq derniers exercices.

L'année 2010 a fait l'objet d'un plan visant une meilleure optimisation des ressources. En effet, des mesures ont été mises en place afin de réduire le coût de la sous-activité et aboutir à une meilleure affectation des ressources : moindre recours aux sous-traitants, plus grande mobilité des consultants entre sociétés et entre zones géographiques, etc. Ces mesures d'optimisation se sont traduites dès 2011 par une baisse du nombre de consultants salariés de 11,7 % par rapport à l'effectif moyen de 2010, et par l'amélioration du résultat opérationnel courant, passé de 1,8 M€ en 2010 à 3,7 M€.



La baisse des charges de personnel, qui représentent en moyenne 32,3 % du chiffre d'affaires sur les quatre dernières années (contre 38,2 % entre 2008 et 2010), ainsi que les actions de maîtrise de coûts, ont contribué à l'amélioration du résultat opérationnel courant, qui affiche un taux de croissance annuelle moyen de 32,7 % sur les cinq dernières années et représente en moyenne 8,2 % du chiffre d'affaires sur les trois dernières années.

Il convient de noter que le montant de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), considérée comme une charge d'exploitation, a été reclassée par nos soins de la charge d'impôt pour venir en déduction de l'EBITDA (résultat opérationnel courant avant dotations aux amortissements) et par conséquent du résultat opérationnel courant.

Résultat en K€	2010	2011	2012	2013	2014	TCAM* 2010 - 2014
Chiffre d'affaires	50 453	54 811	60 097	65 588	63 864	6,1%
Variation	1,7%	8,6%	9,6%	9,1%	(2,6%)	
Valeur ajoutée	21 424	22 653	25 054	28 342	27 295	6,2%
En % du CA	42,5%	41,3%	41,7%	43,2%	42,7%	
EBITDA	2 192	4 157	4 925	5 897	6 147	29,4%
En % du CA	4,3%	7,6%	8,2%	9,0%	9,6%	
Résultat opérationnel courant	1 815	3 747	4 486	5 424	5 632	32,7%
En % du CA	3,6%	6,8%	7,5%	8,3%	8,8%	
Autres produits et charges opérationnels	(1 208)	718	(2 643)	(206)	(222)	
Résultat opérationnel	607	4 466	1 845	5 218	5 410	72,6%
En % du CA	1,2%	8,1%	3,1%	8,0%	8,5%	
Coût de l'endettement financier net	(1 427)	(295)	(280)	(485)	(474)	
Autres produits et charges financiers (change)	(22)	73	(183)	(311)	148	
Résultat avant impôt	(842)	4 244	1 382	4 423	5 064	ns
Charge d'impôt (hors CVAE déductible)	(1 564)	(1 106)	1 366	(1 079)	(1 241)	
Crédit d'impôt recherche (CIR)	352	352	312	239	154	
Résultat net des activités poursuivies	(2 054)	3 490	3 060	3 584	3 997	ns
Dotations pour dépréciations des écarts d'acquisition	(2 000)	(313)	-	-	-	
Résultat net de l'ensemble consolidé	(4 054)	3 177	3 060	3 584	3 997	ns
Résultat net des activités arrêtées	(96)	-	-	-	(42)	
Résultat net des minoritaires	(670)	(1 008)	(644)	(773)	(682)	
Résultat net part du groupe	(4 820)	2 169	2 416	2 810	3 274	ns

*TCAM : taux de croissance annuel moyen

Les autres produits et charges opérationnels, retraités des dépréciations des écarts d'acquisition, sont peu significatifs sur la période, à l'exception des exercices 2010 et 2012. En effet, l'année 2010 enregistre des coûts de restructuration de personnel qui s'élèvent à 1 M€, tandis que l'exercice 2012 est marqué par la clôture définitive du litige « Innovation Partners » en Espagne, à l'origine d'une charge de 2,1 M€.

L'évolution du coût de l'endettement financier net de -1,4 M€ en 2010 à -0,4 M€ en 2014 est à mettre en relation avec les opérations d'augmentation de capital de 2010 qui ont permis le désendettement de la Société (cf. infra).



En 2010, la charge d'impôt corrigée de la CVAE s'élevait à 1,5 M€ pour une perte avant impôt de 0,8 M€. Ce montant résulte de l'absence d'une consolidation fiscale susceptible de générer une compensation entre les sociétés profitables et les sociétés en déficit fiscal. L'exercice 2012, qui comptabilise un profit d'impôt de 1,3 M€ pour un résultat avant impôt de 1,2 M€, est marqué par l'activation de déficits reportables en France pour 2,3 M€.

Enfin, l'écart d'acquisition de Solving France a fait l'objet d'une dépréciation qui s'est élevée à 2 M€ en 2010, entraînant le résultat net en perte de 4 M€. Ce dernier se redresse à partir de l'exercice 2011 et affiche un bénéfice de 3,1 M€ et un taux de croissance annuel moyen de 14,7 % au cours des quatre derniers exercices.

b) Evolution de la structure financière

L'actif du bilan fonctionnel de la Société se compose principalement d'écarts d'acquisition pour 35,3 M€, liés aux opérations de rapprochement menées par la Société. Ils sont principalement issus des acquisitions d'Efeso Holdings Ltd (16 M€), réalisée en 2001 et complétée en 2007, de Solving Efeso International (6,8 M€), et de Solving Efeso Srl (Italie, 4,6 M€). Les autres immobilisations d'exploitation correspondent à des logiciels et des développements informatiques, notamment le Toolkit, et à du matériel de bureau.

Bilan fonctionnel - Actif en K€	2010	2011	2012	2013	2014
Autres incorporels	315	506	511	602	795
Autres corporels	483	476	672	805	800
Dépôts	535	439	531	281	292
Immobilisations d'exploitation hors goodwill	1 333	1 421	1 714	1 688	1 887
BFR	7 591	8 261	6 023	8 525	9 003
En % du CA	15,0%	15,1%	10,0%	13,0%	14,1%
Actif d'exploitation	8 924	9 682	7 737	10 213	10 890
Ecarts d'acquisition	30 775	31 542	35 355	35 356	35 356
Actifs d'impôt différés sur reports déficitaires	81	-	2 238	3 002	3 147
Titres de participation	51	130	109	101	1
Actif hors exploitation	30 907	31 672	37 702	38 459	38 504
Actif économique	39 831	41 354	45 439	48 672	49 394

Le besoin en fonds de roulement dégagé par l'activité s'établit en moyenne à 13,4 % du chiffre d'affaires au cours des cinq dernières années. Ce besoin s'explique par un délai moyen des encaissements clients de 99 jours alors que le délai de paiement des fournisseurs est de 67 jours en moyenne.



Bilan fonctionnel - Passif en K€	2010	2011	2012	2013	2014
Capitaux propres part du groupe (avant répartition)	33 189	35 210	36 605	38 042	40 303
Capitaux propres hors groupe (avant répartition)	1 452	1 485	1 253	1 500	1 360
Capitaux propres consolidés	34 641	36 695	37 858	39 542	41 663
Provisions pour R&C	1 229	833	990	897	448
Provisions pour redevances	468	360	493	660	913
Provision nette pour impôt différés (hors reports)	17	29	(158)	138	171
Provisions	1 714	1 222	1 325	1 695	1 532
Endettement financier long terme	-	1 732	2 781	3 830	2 036
Endettement financier court terme	6 553	5 763	5 985	8 041	8 814
Trésorerie	(3 125)	(5 081)	(5 424)	(5 440)	(5 478)
Endettement net	3 428	2 414	3 342	6 431	5 373
Dettes sur titres de participation	-	933	2 361	908	737
Dividendes dus aux minoritaires	48	90	553	95	88
Capitaux engagés	39 831	41 354	45 439	48 672	49 394

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres consolidés sont en progression continue depuis 2010 et enregistrent un taux de croissance annuel moyen de 4,7 % sur les cinq dernières années. Cette évolution résulte des bénéfices réalisés et de la variation des intérêts minoritaires.

Par ailleurs, il convient de rappeler que le niveau d'endettement financier net s'est significativement réduit à fin 2010 pour s'établir à 3,4 M€ contre 16,8 M€ à fin 2009. En effet, la Société a procédé à deux augmentations de capital lui permettant de rembourser par anticipation, à hauteur de 94,25 %, un emprunt obligataire OCEANE (obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes) émis en octobre 2006 pour une durée de cinq ans.

Depuis l'exercice 2010, le niveau d'endettement financier net a fluctué pour s'établir à 5,3 M€ fin 2014 contre 3,4 M€ fin 2010. Cette évolution s'explique principalement par :

- le financement des acquisitions effectuées par la Société ;
- le recours aux découverts bancaires et à l'affacturage des créances clients ;
- en 2013, le financement du litige Innovation Partners.

Les dettes sur titres de participation sont liées aux acquisitions réalisées par la Société et correspondent aux « put » et « earn-out » vis-à-vis des anciens actionnaires des filiales acquises.

Enfin au 31 décembre 2014, les comptes de la Société affichent 1,5 M€ de provisions à long terme, correspondant, à hauteur de 0,9 M€, aux engagements envers le personnel (indemnités de fin de carrière) et, à hauteur de 0,4 M€, à divers litiges principalement d'ordre prud'homal.

c) Flux de trésorerie

En termes de flux de trésorerie, pour les raisons développées ci-avant, la capacité d'autofinancement a progressé entre 2010 et 2014 de - 0,5 M€ à 3,9 M€.

Les ressources de trésorerie ont permis de financer les acquisitions (10,8 M€ net en cumul), et l'augmentation de capital de 2010 a permis le remboursement de la majeure partie de la dette financière (OCEANE) tout en maintenant le versement d'un dividende.



En cinq ans, la Société a ainsi dégagé un cash-flow libre pour l'actionnaire de 8,7 M€, distribué sous forme de dividendes à hauteur de 6 M€.

Tableau de flux en K€	2010	2011	2012	2013	2014	Cumul 2010 à 2014
Résultat net des sociétés intégrées	(4 150)	3 177	3 060	3 584	3 956	9 626
Dotations et reprises aux amortissements et provisions	1 853	(160)	731	828	147	3 399
Retraitement IFRS OCEANE	595	-	-	-	-	595
Impôt différé	750	93	(2 426)	(467)	(111)	(2 161)
CAF (capacité d'autofinancement)	(952)	3 110	1 365	3 945	3 992	11 459
Variation de BFR	(2 269)	671	4 130	(3 442)	(493)	(1 403)
Acquisition d'immobilisations	(44)	(1 994)	(4 884)	(350)	(571)	(7 843)
Produits de cession d'immobilisations nets d'IS	55	338	357	113	128	991
Variations de périmètre	(799)	10	(76)	(593)	102	(1 356)
Paiements différés sur acquisitions	-	-	-	(1 453)	(171)	(1 624)
Cash flow libre avant variation de l'endettement	(4 009)	2 135	892	(1 780)	2 988	225
Variation de l'endettement	(13 737)	942	1 271	3 105	(1 021)	(9 440)
Augmentation de capital	18 260	-	-	-	-	18 260
Incidence des variations de change	119	(61)	(129)	(171)	(79)	(321)
Cash flow libre pour l'actionnaire	633	3 016	2 034	1 154	1 888	8 724
Variation des réserves consolidées	7	(2)	(13)	(15)	(45)	(68)
Dividendes aux minoritaires	(408)	(1 059)	(1 008)	(452)	(912)	(3 839)
Dividendes aux majoritaires	-	-	(671)	(671)	(894)	(2 236)
Variation de trésorerie	232	1 955	342	16	37	2 581

d) Performances financières du 1^{er} semestre 2015

Comme l'indique le tableau ci-après, le chiffre d'affaires est en progression de 14,3% par rapport au 1^{er} semestre 2014. Cette croissance repose principalement sur l'acquisition de nouveaux clients internationaux en Asie et sur l'intégration de la société belge Empact, dont la contribution au chiffre d'affaires s'élève à 1,2 M€.

Résultat en K€	S1 2014	S1 2015	Variation S1 2014 à S1 2015
Chiffre d'affaires	32 629	37 300	14,3%
Variation		14,3%	
Autres produits d'activité hors CIR ¹¹	33	68	
Charges externes	(19 117)	(21 524)	
Valeur ajoutée	13 545	15 844	17,0%
En % du CA	41,5%	42,5%	
Impôts et taxes	(158)	(207)	
Charges de personnel	(10 138)	(11 041)	
En % du CA	(31,1%)	(29,6%)	
CVAE	(70)	(63)	
Dotations aux provisions	(196)	(147)	
EBITDA	2 983	4 386	47,0%
En % du CA	9,1%	11,8%	
Dotations aux amortissements	(236)	(293)	
Résultat opérationnel courant	2 747	4 093	49,0%
En % du CA	8,4%	11,0%	
Autres produits et charges opérationnels	(137)	(696)	
Résultat opérationnel	2 610	3 397	30,2%
En % du CA	8,0%	9,1%	



Le résultat opérationnel courant s'établit sur le premier semestre 2015 à 4 M€ soit 11 % du chiffre d'affaires, contre 2,7 M€ au premier semestre 2014, soit une hausse de 49 %. Cette forte progression est la résultante du développement d'activités à marges élevées, des actions de réorganisation entreprises en 2014 et de l'acquisition relative de la société Empact.

Les autres charges opérationnelles qui s'élèvent à 0,7 M€ au premier semestre 2015 sont principalement liées à l'arrêt d'activités non rentables en Italie. Ainsi, le résultat opérationnel ressort à 3,3 M€ contre 2,6 M€ au premier semestre 2014, soit une augmentation de 30,2 %.

Résultat en K€	S1 2014	S1 2015	Variation S1 2014 à S1 2015
Chiffre d'affaires	32 629	37 300	14,3%
Valeur ajoutée	13 545	15 844	17,0%
En % du CA	41,5%	42,5%	
EBITDA	2 983	4 386	47,0%
En % du CA	9,1%	11,8%	
Résultat opérationnel courant	2 747	4 093	49,0%
En % du CA	8,4%	11,0%	
Autres produits et charges opérationnels	(137)	(696)	
Résultat opérationnel	2 610	3 397	30,2%
En % du CA	8,0%	9,1%	
Coût de l'endettement financier net	(234)	(183)	
Autres produits et charges financiers (change)	(14)	110	
Résultat avant impôt	2 362	3 324	40,7%
Charge d'impôt (hors CVAE déductible)	(449)	(922)	
Crédit d'impôt recherche (CIR)	77	-	
Résultat net de l'ensemble consolidé	1 990	2 402	20,7%
Résultat net des activités arrêtées	-	-	
Résultat net des minoritaires	(327)	(578)	
Résultat net part du groupe	1 663	1 824	9,7%

La baisse de 22 % du coût de l'endettement financier, conjuguée à un effet positif de change et à l'augmentation de la charge d'impôt conduit à un résultat net de l'ensemble consolidé de 2,4 M€ au premier semestre 2015, soit une progression de 20,7 % par rapport au semestre précédent.

L'évolution de la structure bilancielle entre le 31 décembre 2014 et le 30 juin 2015 s'explique principalement par l'acquisition de la société Belge Empact. L'écart d'acquisition relatif à cette opération s'élève à 10,7 M€.



Le besoin en fonds de roulement connaît une amélioration et s'établit à 6,4 M€ au premier semestre 2015 contre 9 M€ à fin décembre 2014.

Bilan fonctionnel - Actif en K€	2014	S1 2015
Autres incorporels	795	748
Autres corporels	800	910
Dépôts	292	197
Immobilisations d'exploitation hors goodwill	1 887	1 855
BFR	9 003	6 448
En % du CA	14,1%	8,6%
Actif d'exploitation	10 890	8 303
Ecarts d'acquisition	35 356	46 085
Actifs d'impôt différé sur reports déficitaires	3 147	3 120
Titres de participation	1	1
Actif hors exploitation	38 504	49 206
Actif économique	49 394	57 509

Les capitaux propres s'élèvent à 46,3 M€ au premier semestre 2015, soit une hausse de 4,7 M€ par rapport au 31 décembre 2014, liée essentiellement à l'augmentation de capital de 5 M€ réservée aux actionnaires d'Empact du 12 mai 2015. L'endettement financier net est stable par rapport à fin 2014 et s'établit à 5,7 M€.

Bilan fonctionnel - Passif en K€	2014	S1 2015
Capitaux propres part du groupe (avant répartition)	40 303	44 851
Capitaux propres hors groupe (avant répartition)	1 360	1 469
Capitaux propres consolidés	41 663	46 320
Provisions pour R&C	448	500
Provisions pour retraites	913	958
Provision nette pour impôt différé (hors reports)	171	175
Provisions	1 532	1 633
Endettement financier long terme	2 036	6 363
Endettement financier court terme	8 814	8 109
Trésorerie	(5 478)	(8 721)
Endettement net	5 373	5 751
Dettes sur titres de participation	737	3 787
Dividendes dus aux minoritaires	88	18
Capitaux engagés	49 394	57 509

3.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux couvrant la période 2015-2019, a été établi par le management en novembre 2015. Il est bâti par consolidation (i) des activités du périmètre historique d'Efeso, (ii) de celles d'Efeso Belgium (ex-Empact), société belge acquise en mai 2015, et (iii) de celles de Tanneron, société irlandaise dont l'acquisition a été annoncée le 15 décembre 2015.



S'agissant des activités du périmètre historique, le plan prévoit une croissance annuelle moyenne des honoraires de consultant de l'ordre de 4,5 % entre 2015 et 2019, principalement à raison de l'augmentation du nombre de jours facturés, le taux journalier annuel ne progressant en moyenne que de 0,4 % par an. Cette évolution correspond à celle observée pour les sociétés comparables dans les prévisions des analystes (cf. § 4.2.4). Les coûts directs de « production » évoluent parallèlement aux revenus alors que les coûts d'encadrement et de structure progressent légèrement plus vite au rythme moyen de 5,2 % par an. Par solde, les volumes d'Ebitda et d'Ebit augmentent respectivement en moyenne de 3,3 % et 3,5 % par an, tandis que les taux de marge diminuent légèrement de l'ordre de 0,5 %. Il convient de préciser qu'entre 2014 et 2015, ces taux croissent respectivement de 1,4 % et 2 %, passant de 10,6 % à 12 % et de 9,3 % à 11,3 %.

Il convient de souligner que nos travaux d'évaluation n'intègrent pas les charges non courantes prévues dans le plan d'affaires d'un montant moyen de 430 K€ par an entre 2016 et 2019 (cf. infra).

Concernant Efeso Belgium, consolidé dans Efeso à compter du 1^{er} mai 2015, les prévisions affichent une croissance des revenus plus soutenue, de l'ordre de 6,9 % en moyenne par an entre 2015 (estimé sur 12 mois) et 2019. Au sein de cette structure, les coûts fixes progressent moins vite que les revenus. Il en résulte une amélioration des taux de marge d'Ebitda et d'Ebit, lesquels dépassent 24 %. Il convient de préciser que ces niveaux de marge sont inférieurs à ceux constatés avant 2015 mais que la tendance baissière de la profitabilité est patente depuis 2011. Nous rappelons également que les accords liés à l'acquisition d'Empact prévoient le paiement d'un *earn-out* divisé en 3 parties dépendantes de l'atteinte de différents niveaux d'Ebitda en 2015 et 2016. Le plan d'affaires de la société belge présenté par le management d'Efeso montre que ces niveaux ne seront pas atteints, aussi nous ne retenons pas le montant provisionné dans les comptes d'Efeso au titre d'un complément de prix concernant Empact, soit 2,25 M€, dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. infra).

S'agissant enfin de Tanneron, dont l'acquisition a été annoncée au cours de nos travaux, le plan d'affaires retient une croissance continue des revenus de 5 % par an assortie de taux de profitabilité supérieurs à 23 %.

Par solde, compte tenu du poids respectif des trois entités, le plan d'affaires anticipe une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 6 % entre 2015 et 2019, pour un taux d'Ebitda⁵ d'environ 13,3 % dès 2016 puis 13,6 % à terme, contre 10,2 % en 2014. Ce faisant, l'évolution de l'activité prévisionnelle d'Efeso se révèle globalement équivalente⁶ à la croissance anticipée des sociétés cotées comparables retenues dans nos travaux, et la rentabilité de la Société atteint dès 2016 un niveau comparable à celle de ses pairs.

⁵ Pour comparabilité : taux d'Ebitda calculé à l'identique de celui présenté dans les comptes de la Société, i.e. hors CVAE et y.c. CIR (alors que pour nos calculs, nous avons raisonné y.c. CVAE et hors CIR).

⁶ Hors croissance externe.



A ce stade, la principale difficulté d'analyse du plan d'affaires réside dans l'estimation des résultats prévisionnels avant impôt des différentes entités juridiques composant le groupe. En effet, les pourcentages de détention du groupe diffèrent sensiblement au sein du périmètre de consolidation avec pour conséquence, une modification de la part du groupe en fonction de l'évolution des résultats individuels, et partant, de la valeur de l'action Efeso. Or, le plan a été bâti suivant une logique « top-down » ne distinguant que l'évolution du chiffre d'affaires par zone géographique et répartissant le résultat d'ensemble des entités historiques du groupe⁷ sur la base du taux global d'intérêts minoritaires constaté dans les comptes consolidés du 1^{er} semestre 2015. Celui-ci s'affiche en forte augmentation par rapport à l'exercice 2014, passant de 17,2 % à 24,2 %. Cette évolution s'explique par l'amélioration des performances d'entités sur lesquelles le contrôle du groupe est plus faible : Moyen-Orient, Allemagne et Espagne notamment. Toutefois, nous n'avons, comme le management, pas de conviction sur le caractère pérenne de ce niveau de taux d'intérêts minoritaires, même s'il est probable que la croissance du groupe dans les années à venir provienne plus des pays émergents que de la France ou de l'Italie. Face à cette incertitude et par prudence, nous avons retenu un taux d'intérêts minoritaires de 21 %, taux se situant entre le taux réel 2014 de 17 % et le taux prévisionnel prévu par le management de 25 %. Corrélativement, nous avons relevé le taux moyen d'impôt sur les sociétés de 27 % à 32 %, lequel dépend à la fois du résultat individuel des entités et du taux pratiqué par pays. Par ailleurs, le plan d'affaires du management prévoyait chaque année un volume des charges non courantes historiquement liées à des opérations de réorganisation. En l'absence de conséquences identifiées sur le niveau d'activité ou sur les taux de marge, nous ne les avons pas intégrées à nos travaux.

Enfin, le plan d'affaires prévoit un besoin en fonds de roulement représentant environ 12,5 % du chiffre d'affaires HT, cohérent avec les taux observés lors des exercices précédents. Le montant modeste des investissements, de l'ordre de 500 K€ par an, qui témoigne de la faible intensité capitalistique de l'activité, est également en ligne avec les investissements historiques.

En synthèse, nous pouvons donc relever que le plan d'affaires (i) intègre les dernières acquisitions de la Société, (ii) anticipe une croissance équivalente à celle de ses concurrents cotés à périmètre constant et (iii) prévoit une rentabilité comparable à ces derniers. Pour notre part, en l'absence de rationalisation de ces éléments dans le plan d'affaires, nous avons corrigé les taux de minoritaires (à la baisse) et d'impôt (à la hausse). Enfin, nous n'avons pas retenu les charges prévisionnelles non courantes. Globalement, la prise en compte de ces éléments a une incidence favorable sur la valeur.

⁷ I.e. hors Empact et BSM



4. EVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1. Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition liés au développement du réseau et les éléments incorporels, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne prend en compte ni la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur ni ses perspectives de croissance.

A titre d'information, au 30 juin 2015, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur la base de 24 300 428 actions, ressort à 1,85 € par action.

4.1.2. Actif net réévalué - ANR

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à ré-estimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.1.3. Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour l'évaluation d'une société non cotée poursuivant une politique de distribution régulière et disposant d'une bonne visibilité sur ses résultats.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

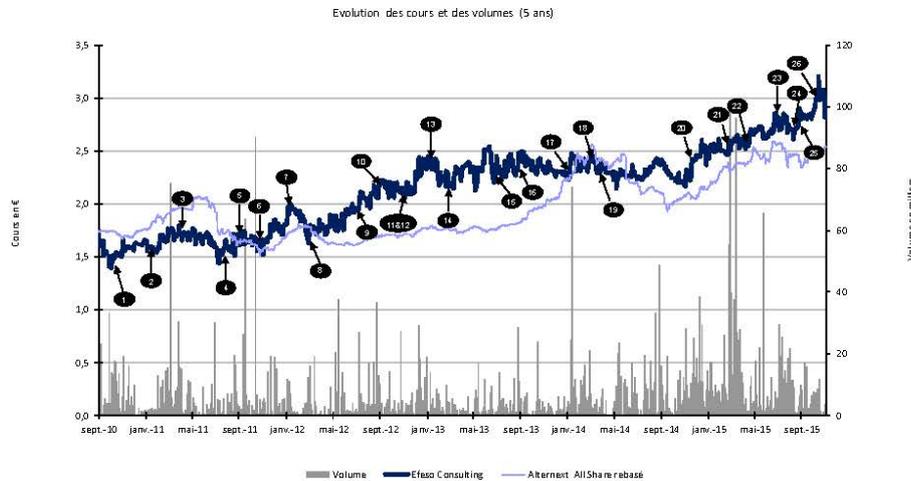


4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

L'action Efeso Consulting (anciennement Solving Efeso International) a été introduite en bourse en 1998. Initialement cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris, le titre a fait l'objet d'un transfert de cotation en août 2011 et est actuellement admis sur Alternext.

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, l'Alternext AllShare, depuis le 30 septembre 2010, à la suite du succès de l'OPA, déposée en juillet 2010, visant les actions et les Océanes de la Société :



Renvois	Dates	Evénements
1	3-nov.-10	Augmentation du nombre d'actions en circulation dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée du 5 au 18 octobre au prix de 1,40 €/action.
2	10-févr.-11	Publication du chiffre d'affaires du T4 2010, en hausse de 17,1 % par rapport au T4 2009.
3	28-avr.-11	Publication du chiffre d'affaires du T1 2011, en hausse de 19 % par rapport au T1 2010.
4	18-août-11	Le transfert des actions Efeso d'Euronext vers Alternext aura lieu le 15 septembre par cotation directe.
5	20-sept.-11	Solving Efeso améliore sa rentabilité et relève son objectif annuel de croissance.
6	16-nov.-11	Solving Efeso rachète Intuition, société de conseil en stratégies de marques et en stratégies d'innovation.
7	9-févr.-12	Publication du chiffre d'affaires du T4 2011, en baisse de 5 % par rapport au T4 2010 et annonce du rachat de la société égyptienne Hands-on.
8	30-mars-12	Résultats 2011 : retour des bénéfices et annonce de la reprise d'une distribution de dividende de 0,03 € par action.
9	26-juil.-12	Publication du chiffre d'affaires du T2 2012, en hausse de 6,3 % par rapport au T2 2011.
10	1-oct.-12	Solving Efeso finalise l'acquisition des sociétés néerlandaise Flecto BV et RightSelect.com BV.
11	28-nov.-12	Le groupe finalise l'acquisition de l'italien Bluepeter.
12	28-nov.-12	Announcement de la décision rendue par le tribunal de première instance de Madrid, condamnant le groupe à payer la somme de 2,7 millions d'euros.
13	7-févr.-13	Publication du chiffre d'affaires du T4 2012, en hausse de 12,7 % par rapport au T4 2011.
14	28-mars-13	Résultats 2012 : un résultat net en hausse de 11,4%
15	26-juil.-13	Publication du chiffre d'affaires du T2 2013, en hausse de 11,3 % par rapport au T2 2012.
16	23-sept.-13	Bénéfices semestriels en hausse de 1,2%.
17	6-févr.-14	Publication du chiffre d'affaires du T4 2013, en hausse de 2,1 % par rapport au T4 2012.
18	26-mars-14	Résultats 2013 : un résultat net en hausse de 16% et un résultat opérationnel courant en progression de 18%.
19	25-avr.-14	T1 2014 : un ralentissement de l'activité qui se traduit par un chiffre d'affaires en baisse de 11,3% par rapport au T1 2013.
20	24-déc.-14	Solving Efeso International annonce être entré en négociations pour une acquisition au Benelux.
21	25-mars-15	Résultats 2014 : un résultat net et opérationnel en amélioration malgré une légère baisse du CA.
22	13-mai-15	La société annonce l'acquisition définitive d'Impact.
23	24-juil.-15	Publication du chiffre d'affaires du T2 2015, en hausse de 13,1 % par rapport au T2 2014.
24	1-sept.-15	Solving Efeso International annonce son changement de nom et devient à compter de ce 1er septembre 2015 EFESO Consulting.
25	23-sept.-15	S1 2015 : un résultat opérationnel courant en hausse de 44 %.
26	13-nov.-15	Publication du chiffre d'affaires du T3 2015, en hausse de 12,2 % par rapport au T3 2014.



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



Passée l'atteinte d'un point haut à 1,74 € le 30 septembre 2010, à la clôture des opérations d'augmentation de capital et d'OPA initiées par la Société en juin 2010, l'action voit son cours progressivement baisser jusqu'à atteindre 1,39 € le 2 novembre 2010, soit une baisse de 20 % contre une légère augmentation de l'Alternext AllShare de 0,4%. Le titre connaît ensuite un rebond suite à la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2010, qui affiche une croissance de 6,9%. Cette phase se poursuit avec la publication du chiffre d'affaires du T4 2010 et du T1 2011 qui affichent respectivement une hausse de 17,1 % et 19 %, témoignant d'une accélération de la croissance. Ainsi, l'action atteint un cours de 1,79 € le 26 avril 2011.

Par la suite, le titre connaît une période de fluctuations semblables à celle de son indice de référence et enregistre une baisse de 16,2 % pour atteindre un cours de 1,5 € le 10 août 2011, contre une baisse de 13,2 % de l'Alternext AllShare. L'annonce du transfert des actions Efeso Consulting d'Euronext vers Alternext, prévue le 15 septembre 2011 par cotation directe, qui *"vise à un équilibre entre la gestion des contraintes des PME en matière de réglementation et le besoin de transparence exprimé par les investisseurs"*, permet au titre de rebondir. Cette phase haussière se poursuit avec la publication des résultats du premier semestre 2011 qui affichent une progression du chiffre d'affaires de 19,8% ainsi qu'une nette amélioration de la rentabilité. L'annonce, le 16 novembre 2011, de l'acquisition de la société Intuition, spécialisée dans le conseil en stratégies de marque et en stratégies d'innovation, permet au titre d'atteindre un point haut de 2 € le 9 février 2012.

La publication du chiffre d'affaires du quatrième trimestre 2011, qui affiche une baisse de 5 % par rapport à l'année précédente, et l'annonce de l'arrêt progressif d'activités aux taux de marge faibles entraîne le titre dans une phase baissière jusqu'à atteindre un cours de 1,63 € le 28 mars 2012. Le 30 mars 2012, la publication des résultats annuels de 2011 qui laissent apparaître une amélioration de la situation financière du groupe ainsi que l'annonce de la reprise d'une distribution de dividende de 0,03 € par action, permettent au titre de rebondir pour atteindre un cours de 2 € le 10 juillet 2012.

Cet effet positif se poursuit, d'une part, avec la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2012 qui affiche une hausse de 6,3 % malgré le ralentissement économique que subit le marché du conseil. D'autre part, l'acquisition des sociétés néerlandaises Flecto BV et RightSelect.com BV en octobre 2012 et de la société italienne Blupeter en novembre 2012, qui permet à la Société d'élargir son offre de services, d'enrichir son portefeuille de clients internationaux et de créer de nouvelles opportunités de synergies, fait monter le titre jusqu'à atteindre un point haut de 2,45 € le 1er février 2013.

Par la suite, l'action connaît une période de fluctuations rythmée par la succession des publications trimestrielles qui affichent un chiffre d'affaires en progression constante et un résultat net 2013 qui en hausse de 16% et un résultat opérationnel courant en progression de 18%. Ainsi le titre atteint un cours de 2,43 € le 28 mars 2014. Le 25 avril 2014, la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2014, en baisse de 11,3 %, entraîne le titre dans une phase baissière. L'action baisse de 12 % jusqu'à atteindre un cours de 2,14 € le 6 juin 2014, contre une dégradation de 4 % de son indice de référence.

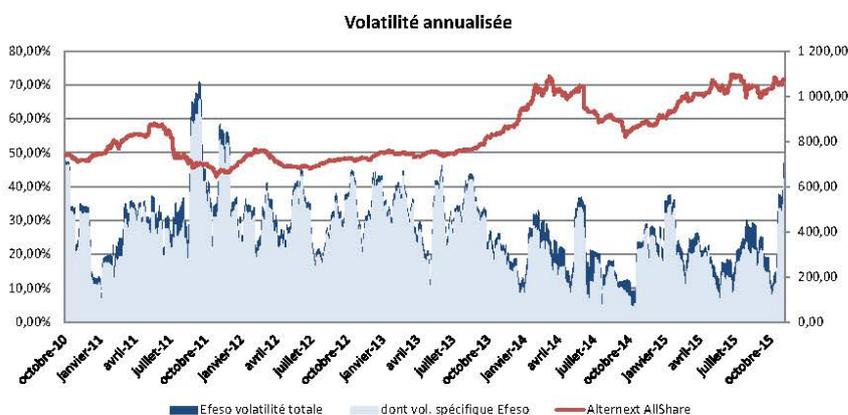


Le titre connaît ensuite une période de fluctuations allant de pair avec celle de son indice de référence jusqu'à fin décembre 2014, où le titre entame une nouvelle phase haussière, à la suite de l'entrée en négociations avec un acteur du conseil au Benelux en vue de l'acquisition de 100 % des titres d'Empact, jusqu'à atteindre un cours de 2,60 € le 13 janvier 2015. Cette phase haussière se maintient suite à la publication des comptes 2014 qui présentent un résultat opérationnel en progression, et à l'acquisition définitive de la société Empact, jugée « *relative et intéressante stratégiquement* » par les analystes de Portzamparc. L'action atteint un cours de 2,85 € le 23 juillet 2015.

Le 1^{er} septembre 2015, la Société annonce son changement de dénomination et devient Efeso Consulting (ex Solving Efeso International). Ce nouveau nom qui « *traduit l'ambition de renforcer la marque à l'international* » a un impact positif sur le cours de bourse qui continue de croître avec la publication des résultats du premier semestre 2015, affichant un résultat opérationnel courant en hausse de 44%. L'action atteint un cours de 2,9 € le 25 septembre 2015. La publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2015, en croissance de 12,2 %, propulse le titre vers un point haut de 3,2 € le 13 novembre 2015.

Le 17 décembre 2015, le cours atteint 3,24 € soit une hausse de plus de 14 % par rapport à la veille dans des volumes importants⁸ laissant penser que le titre fait l'objet de rumeurs sur le marché. Le 18 décembre 2015, le cours est suspendu.

Comme indiqué dans le graphique ci-dessous, la volatilité de l'action Efeso, annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants, a évolué au cours des cinq dernières années, entre 6,86 % (janvier et février 2011) et 71,14 % (octobre 2011). Cette évolution est globalement décorrélée de celle de l'indice Alternext AllShare.



⁸ 33 068 titres sont échangés le 17 décembre 2015, contre 486 la veille.



Les principaux points hauts correspondent à des phases de volatilité propres à l'action, atteints en :

- septembre 2011 (68 %) : le groupe améliore sa rentabilité au premier semestre 2011 et relève son objectif annuel de croissance;
- juin/juillet 2013 (46 %) : publication du chiffre d'affaires du deuxième trimestre 2013 affichant une hausse de 11,3% ;
- septembre 2013 (42 %) : bénéfices semestriels en hausse de 1,2 %;
- février 2015 (38 %) : Efeso Consulting limite la baisse de son chiffre d'affaires sur l'exercice 2014.

Les moyennes de cours arrêtées au 16 décembre 2015, avant-veille de la suspension, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	3,20	2,06	2,50	3 860 476	4 937	15,9%	201,1%	99,9%
24 mois	3,20	2,07	2,53	3 168 510	6 070	13,0%	165,1%	99,8%
12 mois	3,20	2,24	2,63	2 124 903	8 141	8,7%	110,7%	100,0%
6 mois	3,20	2,55	2,76	697 736	5 326	2,9%	36,3%	100,0%
3 mois	3,20	2,71	2,88	202 510	3 116	0,8%	10,5%	100,0%
20 jours de bourse	3,10	2,81	2,92	22 261	1 113	0,1%	1,2%	100,0%
Spot	2,83	2,83	2,83	486	486	0,0%	0,0%	

La cotation de l'action montre une liquidité globale faible avec, au cours des 12 derniers mois, des échanges équivalents à 9 % du capital, soit néanmoins 110,7 % du flottant⁹.

En privilégiant la moyenne pondérée des cours 20 jours et 3 mois, périodes qui intègrent les informations financières et commerciales les plus récentes telles que les résultats du 1^{er} semestre 2015 et la publication du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2015, les primes extériorisées par l'Offre s'établissent respectivement à 13,1 % et 14,8 %.

Nous retenons ces références à titre secondaire compte tenu de la faible taille du flottant qui relativise la pertinence du critère.

S'agissant des recommandations effectuées par les analystes, les objectifs de cours des deux bureaux qui suivent la valeur étaient relativement proches du prix d'Offre et sont compris entre 3,20 € et 3,60 €, comme indiqué dans le tableau ci-dessous :

Société	Analyste	Date	Cours de référence	Objectif de cours	Recommandation
Efeso Consulting	Portzamparc	13-nov.-15	3,20 €	3,20 €	Renforcer
	Gilbert Dupont	12-nov.-15	3,01 €	3,60 €	Buy
Moyenne				3,40 €	
<i>Moyenne</i>				3,40 €	
<i>Médiane</i>				3,40 €	
<i>Max.</i>				3,60 €	
<i>Min.</i>				3,20 €	

⁹ Sur la base d'un pourcentage de flottant représentant 7,9 % du capital.



Par rapport à la valeur centrale, le prix d'Offre extériorise une décote de 2,9 %. Toutefois, il existe des doutes quant à la prise en compte des minoritaires dans les calculs de Gilbert Dupont. Nous ne retenons donc cette référence qu'à titre secondaire.

4.2.2 Transactions récentes sur le capital de la Société et accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre

a) L'augmentation de capital de mai 2015

En avril 2015, les actionnaires d'Empact (devenue Efeso Belgium), Efeso et PIA ont conclu un accord visant à céder la totalité de la société Empact à Efeso pour un montant ferme de 11,25 M€¹⁰. A cette fin, les actionnaires d'Empact ont souscrit à une augmentation de capital réservée de 5 M€ par compensation avec une partie de la créance née de la cession de leur société, leur octroyant 1 923 076 actions nouvelles Efeso, soit un prix unitaire par action de 2,60 € proche du cours de bourse de l'époque. Dans la mesure où cette opération implique des acteurs professionnels du secteur, nous la retenons en tant que référence de valeur, mais toutefois à titre secondaire compte tenu de la taille de la transaction qui porte sur moins de 8 % du capital d'Efeso, et en raison du fait que les cédants deviennent actionnaires du groupe Efeso.

b) Réinvestissement des fonds Nextstage et des Managers

Comme indiqué en première partie, l'Initiateur, les Fonds Nextstage et certains managers, ont, dans le cadre du présent projet d'Offre, conclu des accords entre les 10 et 18 décembre 2015 afin que les Fonds Nextstage et certains managers accompagnent l'Offre en s'associant au capital de l'Initiateur et contribuent à son financement.

Au préalable, il faut noter que ces différents accords ne garantissent aucun prix fixe de cession.

Ainsi, d'une part, une douzaine de managers se sont globalement engagés à :

- apporter à l'Offre 209 096 actions Efeso au prix unitaire de 3,30 € ;
- apporter en nature 385 393 actions Efeso au prix unitaire de 3,30 € à PIA sur la base d'une valeur par action de PIA de 2,38 € prime incluse.

Ces actions représentent la totalité des participations des managers.

¹⁰ Hors complément de prix d'un montant potentiel total de 2,25 M€.



D'autre part, les Fonds Nextstage se sont engagés, sous condition suspensive de l'octroi du visa de l'AMF sur le projet d'Offre et du vote favorable de l'assemblée générale des actionnaires de PIA quant aux termes et conditions de l'apport en nature, à :

- apporter à l'Offre 1 332 190 actions Efeso au prix unitaire de 3,30 € ;
- apporter en nature 576 679 actions Efeso au prix unitaire de 3,30 € à PIA sur la base d'une valeur par action de PIA de 2,38 € prime incluse ;
- souscrire à une augmentation de capital de PIA de 3 M€ sur la base d'une valeur par action de PIA de 2,38 € prime incluse¹¹.

Ainsi, les Fonds Nextstage apporteront à l'Offre et en nature, la totalité de leur participation à Efeso au prix de 3,30 €, soit une contre valeur totale de 6,3 M€. Compte tenu d'un réinvestissement via l'apport en nature et l'augmentation de capital de 3 M€, les Fonds Nextstage encaisseront 1,4 M€ en numéraire à l'issue de l'Offre, soit 22,2 % de la valeur de leur participation.

L'ensemble de ces opérations assurera à l'Initiateur le contrôle au minimum de 92 % du capital d'Efeso.

S'agissant d'accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation du prix de l'Offre, l'expert indépendant doit apprécier si les conditions de réinvestissement sont susceptibles d'affecter l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Pour ce faire et compte tenu de la nature de société holding de PIA, nous avons d'abord calculé son ANR avant apports sur la base d'un arrêté comptable au 30 novembre 2015, en :

- réévaluant son seul actif significatif constitué de sa participation de 76,6 % dans le capital d'Efeso sur base du prix d'Offre de 3,30 € ;
- tenant compte de la fiscalité latente sur la plus-value afférente à ces actions, en appliquant un taux de 4 % correspondant à la réintégration de la quote-part de frais et charges de 12 % soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de 331/3 %, et de l'économie fiscale latente sur les pertes antérieures¹² ;
- simulant la conversion de la totalité des obligations convertibles détenues par les Fonds Argos en actions PIA, étant précisé que la conversion constitue de loin l'hypothèse la plus probable à ce jour¹³.

Ces calculs font ressortir par transparence avec le prix d'Offre de 3,30 € par action Efeso, une valeur de 2,38 € par action PIA¹⁴, valeur effectivement retenue pour le rapport d'échange dans le cadre des apports effectués par les managers et les Fonds Nextstage.

¹¹ Ces Fonds Nextstage ne sont pas actionnaires historiques d'Efeso ni actionnaires de PIA.

¹² Quand bien même il ne soit pas certain que les pertes antérieures liées à l'exploitation puissent s'imputer sur la plus-value.

¹³ Compte tenu des conditions de conversion fixées à la souscription, de l'horizon d'investissement envisagé alors et des fourchettes de valorisation de la Société telle qu'elles ressortent de nos travaux et de ceux de la Banque.



Enfin, nous avons vérifié que la répartition du capital de PIA à l'issue des opérations d'apport en nature et d'augmentation de capital correspondait à celle retenue dans la table de capitalisation de PIA utilisée pour déterminer la répartition du produit de cession lors d'une sortie d'investissement. Nous n'avons pas confronté cette répartition avec celle ressortant du contrat d'apport dans la mesure où ce dernier n'était pas établi à la date de nos travaux. Toutefois, nous nous sommes fait confirmer par le président du directoire de PIA que les apports et l'augmentation de capital s'effectueraient bien sur la base d'une valeur de 3,30 € par action Efeso et 2,38 € par action PIA.

Compte tenu des développements ci-avant, nous n'identifions pas d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires d'Efeso.

c) Promesses de vente et d'achat entre PIA et Progression Dynamics

Les actionnaires de la société de droit belge Progression Dynamics sont les anciens actionnaires d'Impact. Compte tenu des obligations contractuelles auxquelles ces actionnaires sont soumis en vertu du droit belge, Progression Dynamics n'est pas en mesure d'apporter à l'Offre ou en nature, les actions Efeso qu'elle possède avant mai 2016. Dans ce contexte, PIA et Progression Dynamics ont signé le 20 décembre 2015 des promesses de vente et d'achat selon lesquelles Progression Dynamics consent notamment à PIA la faculté d'acquérir avant le 31 mai 2016, la totalité des actions Efeso en sa possession à un prix de 3,30 €, identique à celui de l'Offre.

Selon notre analyse, cet accord ne présente pas d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires d'Efeso.

4.2.3 Evaluation par la méthode des DCF

a) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2015-2019 du plan d'affaires décrit au paragraphe 3.3.

Comme indiqué précédemment, nous considérons que ce plan intègre des hypothèses raisonnables s'agissant de la croissance des revenus, sur un rythme équivalent à celui de ses concurrents, et des taux de profitabilité en hausse comparés à ceux observés historiquement et cohérents avec ceux des pairs.

L'actualisation des flux débute au 1^{er} janvier 2016. Compte tenu de la croissance de l'activité du dernier exercice de l'horizon explicite, de l'ordre de 4,1 %, et du taux de croissance à l'infini retenu, soit 1,6 %, nous n'avons pas prolongé l'horizon explicite du plan d'affaires au-delà de 2019.

¹⁴ Contre 2,70 € en l'absence de conversion des obligations convertibles.



En raison de l'incertitude pesant sur le taux d'intérêts minoritaires, et par conséquent sur le taux moyen d'impôt sur les sociétés, nous avons modifié les taux retenus par le management (cf. § 3.3.). Enfin, nous n'avons pas tenu compte des charges non courantes prévues initialement dans le plan d'affaires.

L'incidence de ces différentes hypothèses est présentée en analyse de sensibilité.

b) Le taux d'actualisation et de capitalisation

Selon nos calculs le taux d'actualisation qui correspond à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC), s'établit à 9,34 %. Il repose sur les paramètres suivants :

- un bêta hors dette de 0,92, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans et 5 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. § 4.2.4) ;
- la moyenne au 30 novembre 2015 sur 6 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant le SBF 120¹⁵, selon les abaques du cabinet Fairness Finance, soit 6,62 % ;
- le rendement moyen des OAT TEC10 sur 6 mois, au 30 novembre 2015, soit 0,98 % ;
- une prime de 2,66 % reflétant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne du SBF 120, calculée en fonction de la capitalisation boursière et ressortant des abaques de Fairness Finance ;
- un levier financier (dette nette / valeur des capitaux propres) égal à 11 %, avec un coût de la dette cible de 3,04 % avant impôt.

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2019, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash-flow de 1,6 % par an. Ce taux est cohérent avec ceux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la moyenne s'établit à 1,6 % au cours des 6 derniers mois.

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash-flow normatif s'établit à 7,74 % (9,34 % - 1,6 %).

¹⁵ Présentant en moyenne 14 Mds€ de capitalisation boursière.



c) Passage de la valeur présente des flux à la valeur par action

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont les suivants :

Eléments de passage de la VE à la VCP (K€)	31-déc.-15
Dettes financières	(17 274)
Disponibilités et équivalents	7 080
Position financière nette	(10 194)
Intérêts minoritaires	(14 214)
Provisions	(1 151)
Economies d'impôt	4 698
Autres	(1 537)
Autres éléments	(12 204)
Total	(22 398)

Ces éléments reposent pour la plupart sur les données bilanciels au 30 juin 2015, ajustées des projections au 31 décembre 2015 s'agissant de la dette, laquelle tient compte des emprunts contractés pour l'acquisition d'Empact et de Tanneron, et de l'évaluation des intérêts minoritaires dont le taux a été ajusté tel que décrit supra.

La valeur des économies d'impôts résulte de la consommation sur 9 ans des déficits reportables des sociétés françaises d'un montant initial de 13,8 M€ et de la capitalisation à l'infini d'un CIR dont le montant est estimé à 154 K€ par an.

La rubrique « autres » se compose principalement des compléments de prix à verser aux actionnaires des entreprises acquises, à l'exception notable de celui relatif à Empact d'un montant de 2,25 M€, pour lequel les prévisions du plan d'affaires impliquent qu'il ne sera pas payé.

Le passage de la valeur des flux à la valeur par action est détaillé ci-après :

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie	22 835
<i>Cash flow terminal</i>	8 104
<i>Valeur terminale</i>	104 735
Valeur présente de la valeur terminale	73 284
Valeur d'entreprise	96 118
Position financière nette	(10 194)
Autres éléments	(12 204)
Valeur des capitaux propres	73 720
<i>Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)</i>	24 118
Valeur en € par action	3,06 €



La valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF est de 3,06 € par action Efeso. Le prix offert de 3,30 € par action présente ainsi une prime de 8 % par rapport à cette valeur.

d) Analyses de sensibilité

Nous avons développé plusieurs analyses de sensibilité afin de mesurer l'incidence sur la valeur des principaux paramètres d'évaluation notamment ceux dont le niveau actuel ou prévisionnel présente une incertitude. Il s'agit de :

- Taux d'actualisation / Taux de croissance à l'infini :

		CMPC				
		8,84%	9,09%	9,34%	9,59%	9,84%
Croissance à l'infini	0,80%	3,04	2,93	2,83	2,73	2,64
	1,20%	3,16	3,05	2,94	2,83	2,74
	1,60%	3,30	3,17	3,06	2,94	2,84
	2,00%	3,46	3,32	3,19	3,07	2,95
	2,40%	3,63	3,48	3,33	3,20	3,08

- Taux d'actualisation / Variation du taux d'Ebitda de la valeur terminale

		CMPC				
		8,84%	9,09%	9,34%	9,59%	9,84%
Variation taux Ebitda TV	-0,80%	3,12	3,00	2,89	2,78	2,68
	-0,40%	3,21	3,09	2,97	2,86	2,76
	0,00%	3,30	3,17	3,06	2,94	2,84
	0,40%	3,39	3,26	3,14	3,03	2,92
	0,80%	3,48	3,35	3,22	3,11	2,99

- Taux d'actualisation / Variation du taux de minoritaires d'origine (25%)

		CMPC				
		8,84%	9,09%	9,34%	9,59%	9,84%
Variation taux minoritaires	-8,00%	3,42	3,29	3,17	3,05	2,94
	-6,00%	3,36	3,23	3,11	3,00	2,89
	-4,00%	3,30	3,17	3,06	2,94	2,84
	-2,00%	3,24	3,12	3,00	2,89	2,79
	0,00%	3,18	3,06	2,94	2,84	2,73

- Taux d'actualisation / Taux d'IS

		CMPC				
		8,84%	9,09%	9,34%	9,59%	9,84%
Taux IS	28,00%	3,50	3,37	3,25	3,13	3,02
	30,00%	3,40	3,27	3,15	3,04	2,93
	32,00%	3,30	3,17	3,06	2,94	2,84
	34,00%	3,20	3,08	2,96	2,85	2,75
	36,00%	3,10	2,98	2,87	2,76	2,66



Enfin, la prise en compte des charges non courantes aurait conduit à une valeur par action de 2,95 €, soit 0,11 € de moins que la valeur centrale présentée.

Ces différentes simulations permettent d'établir que les valeurs issues des analyses de sensibilité s'inscrivent toutes dans la fourchette la plus large résultant des variations du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini, soit entre 2,83 € et 3,32 €, sur lesquelles le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de 16,4% et une décote de 0,5 %.

4.2.4 Evaluation par les comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 8 sociétés actives dans le conseil en stratégie et en management, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.1 et 7.2 pour lesquelles nous avons calculé les multiples implicites extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 24 novembre 2015. Il en ressort les multiples suivants d'Ebitda et d'Ebit :

Société	VE / EBITDA (x)					VE / EBIT (x)				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Fti Consulting Inc	9,6x	9,6x	9,2x	8,8x	8,3x	12,6x	11,5x	10,8x	10,8x	10,1x
Navigant Consulting Inc	8,8x	8,8x	8,1x	7,6x	7,2x	11,2x	12,2x	11,1x	10,2x	9,6x
Huron Consulting Group Inc	10,3x	9,3x	8,9x	7,8x	7,4x	13,0x	11,5x	11,0x	10,9x	10,2x
Cra International Inc	3,7x	3,6x	3,3x	3,2x	3,0x	7,7x	8,6x	8,0x	7,1x	6,7x
Management Consulting Group Plc	12,9x	7,6x	6,6x	5,2x	4,9x	17,9x	9,9x	8,0x	7,2x	6,7x
Booz Allen Hamilton Holding Corp	11,9x	11,8x	11,2x	10,6x	10,7x	13,6x	13,2x	12,5x	11,7x	11,0x
W3 Atkins Plc	10,3x	9,6x	7,9x	7,1x	6,7x	12,2x	11,2x	9,5x	8,6x	8,0x
Rps Group Plc	7,5x	7,8x	7,4x	7,2x	6,9x	8,4x	9,0x	8,7x	8,2x	7,7x
Moyenne	9,4x	8,5x	7,8x	7,2x	6,9x	12,1x	10,9x	10,0x	9,4x	8,7x
Médiane	10,0x	9,0x	8,0x	7,4x	7,0x	12,4x	11,4x	10,2x	9,4x	8,8x

Appliqués aux agrégats d'Efeso 2016 et 2017 issus du plan d'affaires, que nous privilégions dans la mesure où, sur ces exercices, la Société intègre la totalité de l'effet des acquisitions et atteint un niveau de profitabilité comparable à ses pairs, nous calculons les valeurs d'entreprise suivantes :

en K€	EBITDA					EBIT				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Agrégats Efeso	6 216	8 370	10 818	11 337	11 917	5 367	7 852	10 300	10 819	11 399
Multiple	8,4x	8,5x	7,8x	7,2x	6,9x	12,1x	10,9x	10,0x	9,4x	8,7x
VE	58 175	71 037	84 771	81 493	82 064	64 802	85 633	102 633	101 186	99 700



Sur la base de ces éléments, la valeur des capitaux propres d'Efeso s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 2,59 € et 3,33 €, avec une valeur centrale de 2,96 €, comme détaillé dans le tableau ci-dessous :

Valeur des capitaux propres (K€)	Min	Centrale	Max
VE/Ebitda 2016	84 771		
VE/Ebit 2016			102 633
Valeur d'entreprise retenue	84 771	93 702	102 633
Position financière nette		(10 194)	
Autres éléments		(12 204)	
Valeur des capitaux propres	62 373	71 304	80 235
Nombre d'action (net de l'autocontrôle)	24118	24118	24118
Valeur en € par action	2,59 €	2,96 €	3,33 €

Le prix d'Offre de 3,30 € fait ressortir une prime de 27,6 % sur la valeur minimum, une prime de 11,6 % sur la valeur centrale et une décote de 0,8 % sur la valeur maximum.

Il convient de noter que, compte tenu de sa taille¹⁶, nous n'avons pas retenu Accenture dans notre échantillon ce qui aurait conduit à une valeur centrale de 3,17 € par action. Parallèlement, nous aurions probablement pu tenir compte d'une décote, qui aurait été justifiée compte tenu de l'écart de taille entre Efeso et les 8 sociétés cotées comparables composant notre échantillon. L'absence de décote a bien entendu, une incidence favorable sur la valeur.

4.2.5 Evaluation par les transactions comparables

Pour cette approche, nous avons sélectionné un échantillon de 13 transactions portant sur sociétés actives dans le conseil en stratégie et en management, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.3. Il en ressort les multiples de CA, d'Ebitda et d'Ebit suivants:

Activité	VE / CA retenu	VE / CA		VE / EBITDA retenu	VE / EBITDA		VE / EBIT retenu	VE / EBIT	
		N	N-1		N	N-1		N	N-1
Echantillon :									
Moyenne	0,8x	0,7x	0,8x	8,4x	6,1x	10,0x	10,2x	8,8x	10,8x
Mediane	0,8x	0,8x	0,8x	6,4x	6,3x	7,5x	9,8x	7,0x	9,8x
Ecart type	0,3x	0,3x	0,3x	4,8x	1,7x	5,6x	5,3x	4,4x	6,0x
Nb d'observations	13	10	9	7	5	4	11	8	5

¹⁶ La capitalisation boursière d'Accenture est de l'ordre de 70 Mds\$.



Appliqués aux agrégats d'Efeso 2016 issus du plan d'affaires, nous calculons les valeurs d'entreprise suivantes :

en K€	EBITDA	EBIT
	2016	2016
Agrégats Efeso	10 818	10 300
Multiple	8,4 x	10,2 x
VE	91 274	105 558

Sur la base de ces éléments, la valeur des capitaux propres d'Efeso s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 2,86 € et 3,45 €, avec une valeur centrale de 3,15 €, comme détaillé dans le tableau ci-dessous :

Valeur des capitaux propres (K€)	Min	Centrale	Max
VE/Ebitda 2016	91 274		
VE/Ebit 2016			105 558
Valeur d'entreprise retenue	91 274	98 416	105 558
Position financière nette		(10 194)	
Autres éléments		(12 204)	
Valeur des capitaux propres	68 876	76 018	83 160
Nombre d'action (net de l'autocontrôle)	24118	24118	24118
Valeur en € par action	2,86 €	3,15 €	3,45 €

Le prix d'Offre de 3,30 € fait ressortir une prime de 15,6 % sur la valeur minimum, une prime de 4,7 % sur la valeur centrale et une décote de 4,3 % sur la valeur maximum.

S'agissant des transactions, il convient de relever que :

- d'une part, nous n'avons pas retenu dans nos travaux l'acquisition d'Empact qui présente, compte tenu de la taille de l'opération, des multiples de valorisation plus faibles ;
- d'autre part, les opérations retenues portent sur la totalité du capital de la cible, par conséquent, les prix offerts à l'occasion de ces transactions intègrent très probablement une prime de contrôle ; ainsi, les multiples calculés auraient pu être décotés dans une fourchette large de 20 % à 40%, conduisant au mieux à une valeur centrale de 2,44 €.



5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par BNP Paribas (ci-après la « Banque »).

Les valeurs centrales auxquelles la Banque et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

en € par action Efeso	Banque	BM&A
Cours de bourse ⁽¹⁾		
12 mois	2,63 €	2,63 €
6 mois	2,76 €	2,76 €
3 mois	2,88 €	2,88 €
20 jours ⁽²⁾	2,92 €	2,92 €
Spot	2,86 €	2,83 €
Objectif de cours des analystes	3,40 €	3,40 €
DCF		
Valeur centrale	3,02 €	3,06 €
Borne basse	2,69 €	2,83 €
Borne haute	3,35 €	3,32 €
Méthodes analogiques		
Multiple boursiers	2,80 €	2,96 €
Multiple de transactions	3,22 €	3,15 €
Augmentation de capital 2015	2,60 €	2,60 €

⁽¹⁾ au 16 décembre 2015

⁽²⁾ moyenne 1 mois pour la Banque

En premier lieu, il convient de noter que la Banque et nous-mêmes avons retenu des références et méthodes d'évaluation identiques. Ensuite, nous constatons sans surprise que les références de valorisation présentées par la Banque à savoir les objectifs des analystes, le prix de l'augmentation de capital de mai 2015 et le cours de bourse ne présentent pas de décart avec les nôtres.

En revanche, la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, DCF et comparables, aboutit à des écarts entre nos travaux respectifs qui sont analysés dans les développements ci-après.



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



5.1 Méthode des DCF

La mise en œuvre de cette méthode conduit à des résultats facialement proches mais les détails des calculs révèlent des écarts significatifs selon les rubriques, comme le montre le tableau suivant :

DCF	Banque A	BM&A B	Ecart A-B
Valeur des capitaux propres en M€			
Valeur présente des flux de trésorerie	38	23	15
Valeur présente de la valeur terminale	62	73	(11)
Valeur d'entreprise	100	96	4
Position financière nette	(10)	(10)	(0)
Intérêts minoritaires	(19)	(14)	(5)
Provisions	(1)	(1)	1
Economies d'impôt	4	5	(1)
Autres	(2)	(2)	(0)
Autres éléments	(28)	(22)	(5)
Valeur des capitaux propres	73	74	(1)
Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)	24 101	24 118	24 118
Valeur en € par action	3,02 €	3,06 €	-0,04 €

La Banque et nous-mêmes avons utilisé le même plan d'affaires communiqué par le management de la Société, débuté l'actualisation des flux le 1^{er} janvier 2016 en intégrant les effets des acquisitions récentes, exclu les charges non courantes et retenu le même niveau de position financière nette prévue au 31 décembre 2015. Le léger écart entre les nombres d'actions retenu, dû à la prise en compte pour notre part des dernières évolutions de l'autocontrôle, n'a pas d'effet matériel. Cependant, les valeurs d'entreprise diffèrent de 4 M€, qui s'explique :

- principalement par le fait que :
 - la Banque a prolongé le plan d'affaires de 3 exercices aux fins d'atterrissage de la croissance des revenus, de 4,1 % en 2019 à 2 % dans la valeur terminale, permettant d'embarquer un volume d'Ebitda plus important dans la valeur terminale ;
 - la Banque a retenu un taux d'Ebitda légèrement plus important que le nôtre en raison de la neutralisation de la CVAE et la réintégration du CIR ; cet écart est compensé dans nos calculs par la valorisation du CIR dans les économies d'impôt (cf. infra) et par la prise en compte d'un taux d'IS inférieur (32 % contre 35 % dans les travaux de la Banque) ;
- pour le solde de l'écart (moins de 1 M€) par la différence de la combinaison taux d'actualisation (9,56 % pour la Banque et 9,34 % pour nous)/taux de croissance à l'infini (2% chez la Banque, 1,6 % pour nous).



L'écart entre les valeurs d'entreprise est plus que compensé dans les éléments de passage à la valeur des capitaux propres, en particulier par :

- la valorisation des intérêts minoritaires pour laquelle la Banque a retenu une base de 25 % sur le périmètre historique contre 21 % dans nos travaux (cf. § 3.3.) ;
- le fait que la Banque n'a pas retenu les provisions autres que celles liées aux indemnités de départ en retraite ;
- le fait que la Banque n'a pas valorisé le CIR dans les économies d'impôt mais dans l'Ebitda (cf. supra) et a consommé les déficits reportables avec un taux d'impôt normatif plus élevé que le nôtre.

Par solde, les effets se compensent en grande partie, et tant la Banque que nous-mêmes les avons pris en compte dans nos analyses de sensibilité.

5.2 Méthode des comparables boursiers

La Banque et nous-mêmes avons retenu le même échantillon, ainsi les multiples implicites de nos deux *peer groups* sont très proches. Comme précédemment, les écarts entre les valeurs d'entreprise, dus à des volumes de marge d'Ebitda et d'Ebit différents, sont compensés par les éléments de passage à la valeur des capitaux propres, comme l'illustre le tableau ci-dessous :

Comparables boursiers Valeur des capitaux propres en M€	Banque A	BM&A B	Ecart A-B
Multiples Ebitda - Ebit	x7,7 - x9,9	x7,8 - x10	
Agrégats Ebitda - Ebit	11,1 - 10,6	10,8 - 10,3	
Valeur d'entreprise	95	94	2
Éléments passage VE/VCP	(28)	(22)	(5)
Valeur des capitaux propres	68	71	(4)
<i>Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)</i>	24 101	24 118	24 118
Valeur en € par action	2,80 €	2,96 €	-0,15 €



5.3 Méthode des transactions comparables

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables conduit à des écarts plus importants en termes de valeur d'entreprise, compensés en partie par des écarts inverses s'agissant des éléments de passage aux capitaux propres (cf. supra) :

Comparables boursiers Valeur des capitaux propres en M€	Banque A	BM&A B	Ecart A-B
Multiples Ebitda - Ebit	x9,3 - x10,5	x8,4 - x10,2	
Agrégats Ebitda - Ebit	10,9 -10,3	10,8 -10,3	
Valeur d'entreprise	105	98	7
Éléments passage VE/VCP	(28)	(22)	(5)
Valeur des capitaux propres	78	76	2
<i>Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)</i>	<i>24 101</i>	<i>24 118</i>	<i>24 118</i>
Valeur en € par action	3,22 €	3,15 €	0,07 €

Les différences entre la valeur d'entreprise de la Banque et la nôtre s'expliquent d'abord par la composition des échantillons : nous n'avons que 4 transactions communes sur 17 retenues par la Banque et 13 par nos soins. Ensuite, la proportion de transactions anglo-saxonnes retenues par la Banque est de nature à tirer les multiples vers le haut, alors que nous avons privilégié des acquisitions dans la zone euro. Ces éléments auraient dû conduire à des écarts de valeur d'entreprise plus importants s'ils n'avaient été en partie compensés par le fait que la Banque a retenu des agrégats 2015 (Ebitda et Ebit) ajustés des acquisitions récentes d'Efeso, inférieurs aux agrégats 2016 que nous avons pour notre part maintenus à l'identique de la méthode des comparables boursiers.



6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Efeso auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 3,30 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / critères	Valeur par action			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Transaction récente sur la capital						
Augmentation de capital de mai 2015		2,60			26,9%	
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux de trésorerie anticipés ⁽¹⁾	2,83	3,06	3,32	16,4%	8,0%	-0,5%
Approches analogiques						
Comparables boursiers ⁽¹⁾	2,59	2,96	3,33	27,6%	11,6%	-0,8%
Transactions comparables	2,86	3,15	3,45	15,6%	4,7%	-4,3%
Références au cours de bourse						
Cours moyens pondérés et extrêmes au 2 décembre 2015						
12 mois	2,24	2,63	3,20	47,3%	25,7%	3,1%
6 mois	2,55	2,76	3,20	29,4%	19,6%	3,1%
3 mois	2,71	2,88	3,20	21,8%	14,8%	3,1%
20 jours	2,81	2,92	3,10	17,4%	13,1%	6,5%
Spot		2,83			16,6%	
Objectif de cours des analystes	3,20	3,40	3,60	3,1%	-2,9%	-8,3%

⁽¹⁾ Critères ou méthodes retenus à titre principal

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur les méthodes d'actualisation des flux futurs de trésorerie et des comparables boursiers.

La référence à l'augmentation de capital de mai 2015 n'est présentée qu'à titre secondaire compte tenu de la taille de l'opération.

En raison de la taille du flottant de la Société, nous ne retenons qu'à titre secondaire les références au cours de bourse sur lesquels le prix d'Offre présente des primes comprises entre 13,1 % et 14,8 % sur, respectivement, les moyennes pondérées 20 jours et 3 mois.

La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie (méthode DCF) et la méthode des comparables boursiers, que nous retenons à titre principal, présentent des valeurs centrales homogènes, entre 2,96 € et 3,06 €, faisant apparaître des primes respectives de 8 % et 11,6 %. Ces valeurs centrales sont corroborées par les résultats de l'approche par les transactions comparables.



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



Nous relevons que le prix d'Offre présente des primes d'un niveau modeste par rapport à celles proposées lors d'offres de même nature dans un contexte semblable, c'est-à-dire sans changement de contrôle. Ce constat doit toutefois être relativisé en raison, d'une part, des hypothèses retenues par nos soins dans le plan d'affaires, globalement favorables aux actionnaires minoritaires, et d'autre part, en l'absence de l'application de décotes de taille ou de contrôle qui auraient pu être justifiées s'agissant des méthodes analogiques.

Par ailleurs, nos diligences relatives à l'entrée des Fonds Nextstage et des managers au capital de l'Initiateur n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 3,30 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, portant sur les actions d'Efeso Consulting, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 28 décembre 2015

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Eric Blache

Associés



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant

37



7. ANNEXE

7.1 Présentation synthétique des comparables des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

Société	Devise de référence	Clôture annuelle 2014	CA (en M€)					TMVA 14-18
			2014	2015	2016	2017	2018	
Fti Consulting Inc	EUR	31/12/2014	1 628,9	1 635,5	1 680,4	1 770,4	1 817,7	2,8%
Navigant Consulting Inc	EUR	31/12/2014	797,3	767,8	808,4	845,5	868,0	2,1%
Huron Consulting Group Inc	EUR	31/12/2014	752,5	778,6	823,9	907,4	931,6	5,5%
Cra International Inc	EUR	31/12/2014	284,2	284,5	307,9	330,9	339,8	4,6%
Management Consulting Group Plc	EUR	31/12/2014	343,2	348,2	366,9	392,1	402,5	4,1%
Booz Allen Hamilton Holding Corp	EUR	31/12/2014*	4 938,3	4 948,7	5 120,5	5 334,1	5 159,9	1,1%
Ws Atkins Plc	EUR	31/12/2014*	2 480,8	2 573,6	2 873,9	3 050,5	3 206,6	6,6%
Rps Group Plc	EUR	31/12/2014	808,7	781,3	804,5	816,3	838,1	0,9%

Source : Thomson Reuters

* Données rebasées au 31/12/2014

Société	EBITDA (en M€)					Marge d'EBITDA				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Fti Consulting Inc	195,3	196,6	204,9	213,7	225,7	12,0%	12,0%	12,2%	12,1%	12,4%
Navigant Consulting Inc	107,8	107,9	117,0	124,9	132,0	13,5%	14,0%	14,5%	14,8%	15,2%
Huron Consulting Group Inc	144,5	159,7	167,3	190,9	201,6	19,2%	20,5%	20,3%	21,0%	21,6%
Cra International Inc	46,2	47,2	51,1	53,6	56,6	16,3%	16,6%	16,6%	16,2%	16,6%
Management Consulting Group Plc	14,5	24,7	28,1	35,8	37,8	4,2%	7,1%	7,6%	9,1%	9,4%
Booz Allen Hamilton Holding Corp	489,9	495,7	519,3	548,5	545,6	9,9%	10,0%	10,1%	10,3%	10,6%
Ws Atkins Plc	217,5	232,9	282,2	314,4	330,8	8,8%	9,0%	9,8%	10,3%	10,3%
Rps Group Plc	111,3	106,9	111,5	114,6	121,0	13,8%	13,7%	13,9%	14,0%	14,4%

Source : Thomson Reuters

* Données rebasées au 31/12/2014

Société	EBIT (en M€)					Marge d'EBIT				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Fti Consulting Inc	149,4	163,2	173,8	174,8	186,9	9,2%	10,0%	10,3%	9,9%	10,3%
Navigant Consulting Inc	84,1	77,7	84,9	92,4	98,7	10,5%	10,1%	10,5%	10,9%	11,4%
Huron Consulting Group Inc	114,1	128,7	135,3	136,4	145,8	15,2%	16,5%	16,4%	15,0%	15,7%
Cra International Inc	22,0	19,6	21,1	23,7	25,3	7,7%	6,9%	6,9%	7,1%	7,4%
Management Consulting Group Plc	10,4	18,8	23,2	25,9	27,7	3,0%	5,4%	6,3%	6,6%	6,9%
Booz Allen Hamilton Holding Corp	429,9	441,4	466,6	498,4	529,3	8,7%	8,9%	9,1%	9,3%	10,3%
Ws Atkins Plc	183,1	198,5	233,8	258,3	279,4	7,4%	7,7%	8,1%	8,5%	8,7%
Rps Group Plc	99,3	92,4	95,5	100,8	107,7	12,3%	11,8%	11,9%	12,3%	12,8%

Source : Thomson Reuters

* Données rebasées au 31/12/2014



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant

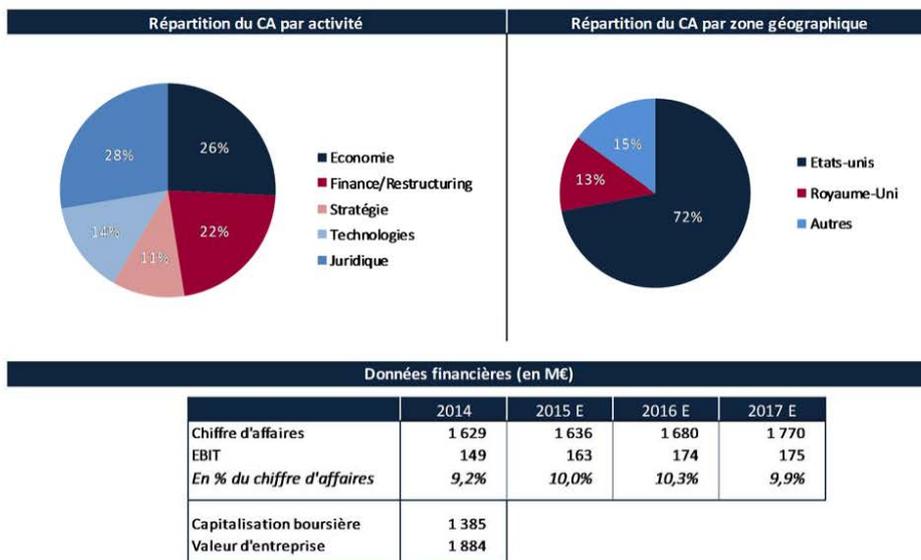


7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers



FTI Consulting

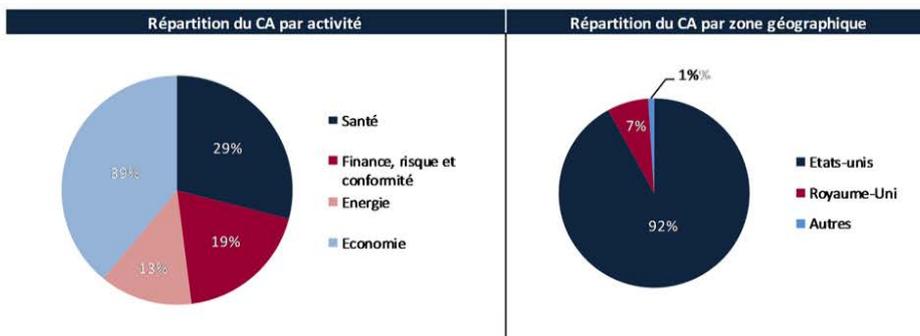
Fondé en 1982, FTI Consulting est un cabinet de conseil international présent dans plus de 24 pays. La société compte plus de 4 400 employés et propose des services dans les domaines de la communication, de la technologie, de l'économie, de la protection juridique et de la finance.



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



Créée en 1999, Navigant Consulting est une société internationale de conseils qui fournit des solutions de conseils financiers et de gestion des risques en matière de litiges, d'enquête, d'exploitation, de réglementation et de transactions. La société se concentre sur les secteurs d'activité subissant des restructurations ou des modifications de réglementation conséquentes, notamment les services financiers, les assurances, la santé et l'énergie. Basée à Chicago, Navigant Consulting dispose de bureaux dans plus de 40 villes en Amérique du Nord, en Europe et en Asie et compte plus de 5 000 employés.

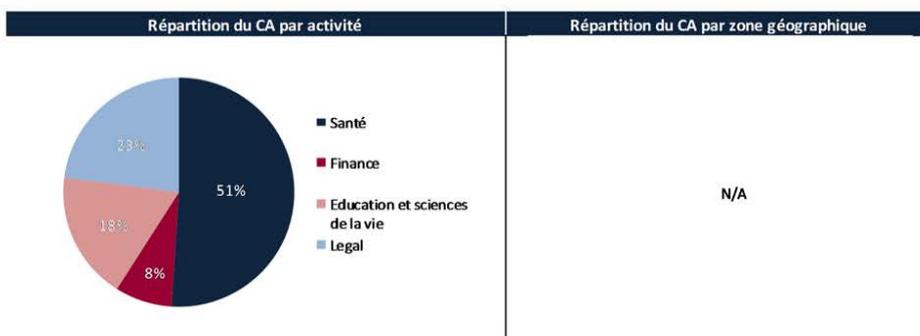


Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	797	768	808	845
EBIT	84	78	85	92
En % du chiffre d'affaires	10,5%	10,1%	10,5%	10,9%
Capitalisation boursière	762			
Valeur d'entreprise	945			



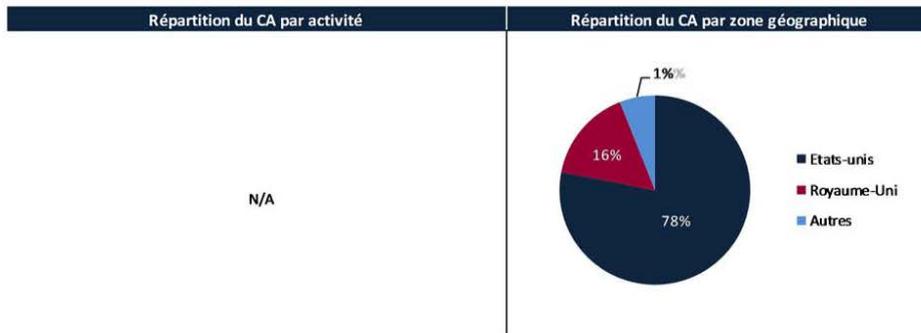
Fondée en 2002, Huron Consulting Group est une société de conseil en management qui compte à ce jour plus de 2 800 employés. La société opère principalement dans les domaines financiers et juridiques auprès d'établissements publics (centres médicaux, hôpitaux, universités ...) et privés (cabinets d'avocats, fonds de private equity, banques d'investissement...). Le groupe dispose de 15 bureaux aux Etats-unis et se développe avec l'ouverture de deux bureaux au Royaume-Uni et en Inde.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	753	779	824	907
EBIT	114	129	135	136
En % du chiffre d'affaires	15,2%	16,5%	16,4%	15,0%
Capitalisation boursière	1 089			
Valeur d'entreprise	1 484			



Fondé en 1965 et basé à Boston, Charles River Associates est un cabinet de conseil international spécialisé en management, en protection juridique et en matière financière. Le groupe accompagne ses clients dans le cadre de problématiques variées : développement de la stratégie, amélioration des performances, valorisation de la propriété intellectuelle, revue des normes comptables, analyse de marché ...



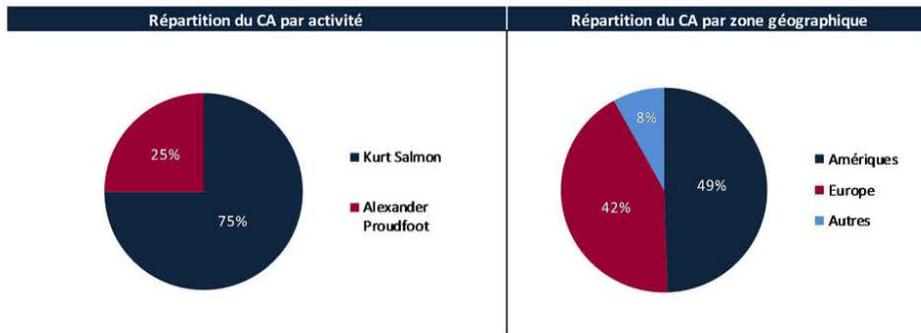
Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	284	284	308	331
EBIT	22	20	21	24
En % du chiffre d'affaires	7,7%	6,9%	6,9%	7,1%
Capitalisation boursière	188			
Valeur d'entreprise	169			



Management Consulting Group

Basé à Londres, Management Consulting Group regroupe deux cabinets de conseil indépendants : Kurt Salmon et Alexander Proudfoot. Kurt Salmon est un cabinet de conseil en management qui fait référence en Europe. Il conseille des clients de secteurs divers (santé, secteur public, sport, énergie, telecom...) dans leurs transformations les plus importantes, depuis leur cadrage stratégique jusqu'au pilotage de leur exécution.

Alexander Proudfoot est un cabinet de conseil international qui accompagne ses clients pour exécuter des programmes d'amélioration de performance opérationnelle.



Données financières (en M€)

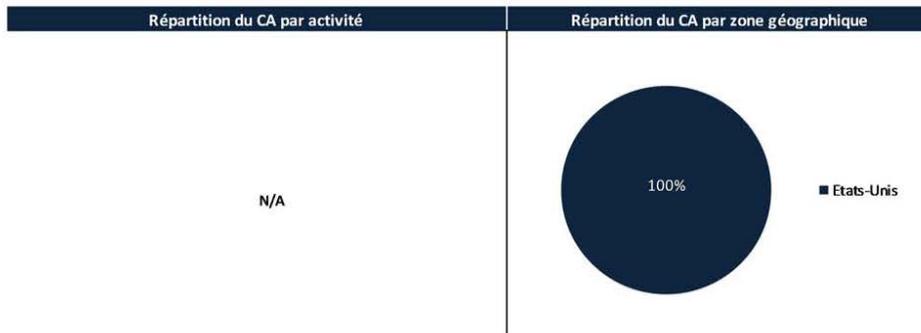
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	343	348	367	392
EBIT	10	19	23	26
En % du chiffre d'affaires	3,0%	5,4%	6,3%	6,6%
Capitalisation boursière	104			
Valeur d'entreprise	186			



Efeso Consulting
Attestation de l'expert indépendant



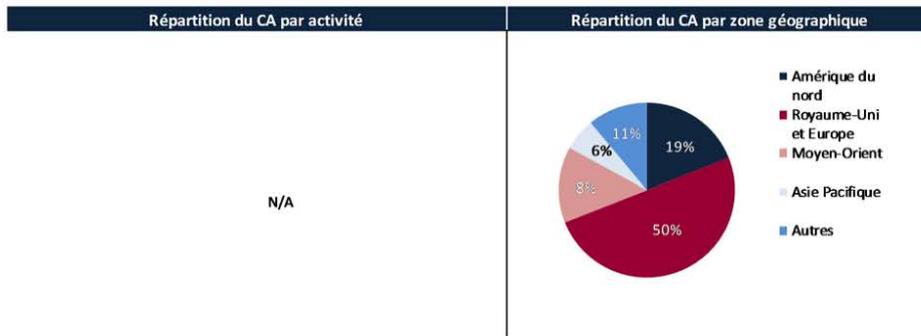
Booz Allen Hamilton est un cabinet de conseil en management basé à Tysons Corner en Virginie. La société offre des services de gestion, de technologie et de sécurité aux agences gouvernementales civiles, aux organismes de défense et de renseignement, ainsi que des prestations de conseil en management pour des entreprises opérant dans les secteurs de la santé, de l'énergie et des services financiers.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	4 938	4 949	5 120	5 334
EBIT	430	441	467	498
En % du chiffre d'affaires	8,7%	8,9%	9,1%	9,3%
Capitalisation boursière	4 381			
Valeur d'entreprise	5 833			



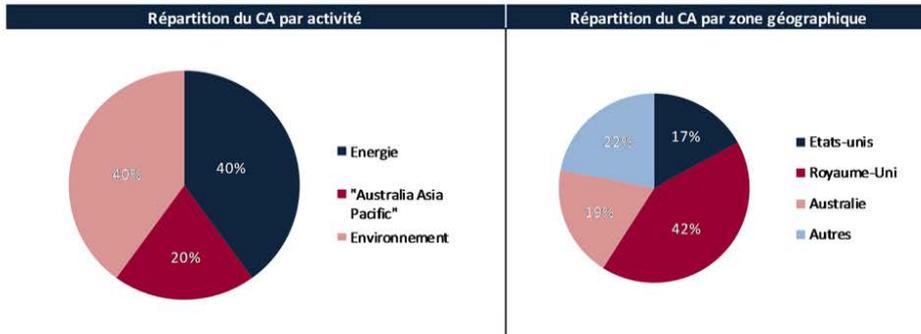
Fondé en 1938, Atkins est un cabinet britannique de conseil en management et en ingénierie. La société offre des services de mise en place de stratégies, de conception technique et de gestion de projets et de coûts. Le groupe compte parmi ses clients des acteurs du secteur public, des institutions financières et de grands industriels. Au 31 mars 2015, le nombre de collaborateurs s'élève à 18 462 à travers le monde.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	2 481	2 574	2 874	3 050
EBIT	183	199	234	258
En % du chiffre d'affaires	7,4%	7,7%	8,1%	8,5%
Capitalisation boursière	2 011			
Valeur d'entreprise	2 233			



Fondé en 1970, RPS Group est un cabinet de conseil en management spécialisé dans les secteurs de l'énergie et de l'environnement. Le groupe intervient pour des clients opérant dans des secteurs diversifiés (énergie, chimie, transport, tourisme, éducation, défense...). RPS compte plus de 5 000 salariés à fin décembre.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	809	781	804	816
EBIT	99	92	95	101
En % du chiffre d'affaires	12,3%	11,8%	11,9%	12,3%
Capitalisation boursière	727			
Valeur d'entreprise	830			



7.3 Détail de l'échantillon des transactions retenues

Cible	Localisation	Activité et	Date d'annonce	Date de clôture	Offre N	% de capital obtenu	VE / CA relatif	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		VE / EBT		Structure financière (M€)		
								N	N-1	N	N-1	N	N-1	N	N-1	Capex relatif / CA	VE	CA/VE
Kirt Selmon Business Operations	France	Solvcom	nov-15	nov-15	31/12/2015	100,0%	0,84	nc	0,84	nc	nc	100%	nc	100%	nc	nc	nc	nc
SMA International	Etats-Unis	CSC	oct9-15	nc	31/03/2015	100,0%	1,08	1,08	nc	6,74	6,74	nc	15,44	15,44	nc	nc	nc	nc
Oakley & Innovation Ltd	Royaume-Uni	Sageitta Group Plc	févr-15	févr-15	31/12/2014	100,0%	1,14	1,14	nc	6,14	6,14	nc	6,74	6,74	nc	10,91	5,0	115,9%
Source Eight	Royaume-Uni	Mite Group	nov-14	nov-14	31/12/2013	51,0%	1,14	nc	1,14	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc
Aviaark Orka	France	Solvcom	oct-14	oct-14	31/12/2014	100,0%	0,14	0,14	0,14	nc	nc	nc	6,14	6,14	nc	nc	nc	nc
Quatremaire	France	Quatremaire Employees	oct-14	oct-14	31/12/2014	100,0%	0,24	0,24	nc	4,24	4,24	nc	4,24	4,24	nc	10,2	1,7	111,0%
Comedia	Suède	Ajanfo	juin-14	juin-14	31/12/2013	100,0%	0,74	nc	0,74	18,44	nc	19,54	22,24	nc	22,24	5,0	15,1	10,5%
Lumina Consultants	France	Solvcom	nov-13	nov-13	31/03/2014	100,0%	0,84	0,74	0,84	9,14	nc	9,14	9,84	nc	9,84	10,0	6,1	24,9%
Athensia	Norvège	AF AB	sept-12	oct-12	31/12/2012	100,0%	0,94	0,84	1,04	5,04	4,14	5,84	5,04	4,14	5,74	11,0	11,1	28,9%
Maria's Roberts	Australie	RFS Group	juin-12	juin-12	31/03/2012	100,0%	1,14	1,14	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc
Evetho Conseil	France	Solvcom	avr-12	avr-12	31/12/2012	100,0%	0,74	0,54	0,84	nc	nc	nc	10,44	10,44	nc	nc	nc	nc
Altium Consulting group	France	Solvcom	avr-12	avr-12	31/12/2012	100,0%	0,74	0,74	0,84	nc	nc	nc	14,24	14,24	nc	nc	nc	nc
Sia Conseil	France	Sia Holding SASU	juin-10	juin-10	31/12/2010	100,0%	0,94	0,84	0,94	6,44	6,94	5,94	6,74	7,54	6,14	12,0	14,0	18,9%

BM&A

Advisory & Support

11, rue de Laborde - 75008 Paris

Tél. 33 (0) 1 40 08 99 50

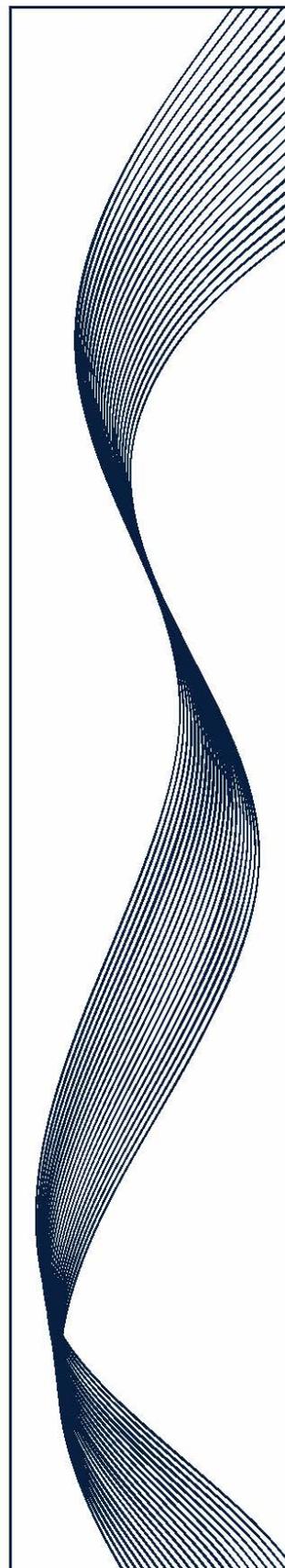
Fax. 33 (0) 1 40 08 99 99

bma@bma-paris.com

www.bma-paris.com



Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Île-de-France
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € • RCS Paris 513 273 763



8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

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

Ces informations seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur celui de la société EFESO Consulting (www.efeso.com) et sans frais sur simple demande auprès de la société EFESO Consulting, à l'adresse de son siège social situé 117, avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris.

9. ATTESTATION DU RESPONSABLE DU PRÉSENT DOCUMENT

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

Monsieur Filippo Mantegazza,
Président du Directoire