

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR NETWORK RELATED SERVICES, filiale de



PRESENTEE PAR



Portzamparc, filiale de



BNP PARIBAS

NOTE EN REPONSE ETABLIE
PAR BUSINESS & DECISION



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 (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 18-266 en date du 26 juin 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Business & Decision et engage la responsabilité de son signataire.

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 du prix ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Business & Decision (<https://fr.group.businessdecision.com>) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Business & Decision

153, rue de Courcelles

75017 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société Business & Decision seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF. Un communiqué sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	6
2.1.	Motifs de l'Offre	6
2.2.	Acquisition par l'Initiateur d'un bloc majoritaire de 59,10% du capital de la Société	6
2.2.1.	Négociation exclusive et signature du Contrat de Cession	7
	L'Accord Tunisien	7
	Signature d'un avenant au Contrat de Cession et de promesses de vente et d'achat	8
	La réalisation de l'Acquisition du Bloc	8
2.3.	Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention	9
2.4.	Répartition du capital et des droits de vote de la Société	10
2.4.1.	Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Business & Decision avant l'Acquisition du Bloc	10
2.4.2.	Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Business & Decision à la suite de l'Acquisition du Bloc	10
2.5.	Changement de gouvernance	11
3.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	12
5.	INFORMATION DES SALAIRES DE BUSINESS & DECISION ET SES FILIALES	14
6.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	15
7.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	15
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
8.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert 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	15
8.2.	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	15
8.3.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.	15
8.4.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	16
8.5.	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 votes	16
8.6.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	16
8.7.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres 16	
8.8.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	17
8.9.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société 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	17
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	88
11.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	88

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 2°, 234-2 et 237-14 du règlement général de l'AMF, NETWORK RELATED SERVICES, société anonyme au capital de 86 237 254,80 euros, dont le siège social est situé 195, rue Lavoisier 38330 Montbonnot Saint-Martin, identifiée au SIREN sous le numéro 345 039 416 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grenoble (l'« **Initiateur** » ou « **NRS** »), elle-même filiale directe à 100% d'Orange, société anonyme au capital 10 640 226 396 euros, dont le siège social est situé 78, rue Olivier de Serres 75015 Paris, identifiée au SIREN sous le numéro 380 129 866 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris – Compartiment A sous le code ISIN FR0000133308 et le mnémonique ORA (« **Orange** »), a déposé le 6 juin 2018 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de Business & Decision, société anonyme au capital de 551 808,25 euros, dont le siège social est situé au 153, rue de Courcelles 75017 Paris, identifiée au SIREN sous le numéro 384 518 114 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris (« **Business & Decision** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris – Compartiment C sous le code ISIN FR0000078958 et le mnémonique BND, d'acquérir, dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 6 juin 2018 (le « **Projet de Note d'Information** ») et dans la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF le 26 juin 2018 (la « **Note d'Information** »), leurs actions Business & Decision au prix de 7,93 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire (l'« **Offre** »).

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues par l'Initiateur, soit 2.556.669 actions, représentant 32,43% du capital et, à la date des présentes, 34,10% des droits de vote de la Société. Il est précisé que 384.490 actions de la Société, représentant 4,88% du capital de la Société, détenues par la Succession Bensabat¹ et par la Succession Chavit² (les « **Actions Sous Promesses** ») font l'objet de promesses de vente et d'achat conclues avec l'Initiateur dans l'attente de décisions judiciaires portant notamment sur la clôture des successions susvisées, en ce compris des autorisations du juge des tutelles nécessaires à la cession desdites actions, et ne sont ainsi pas visées par l'Offre.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 5 juin 2018 de 4 658 613 actions de la Société, représentant 59,10% du capital et 56,42% des droits de vote de la Société, au prix de 7,70 euros par action³ (l'« **Acquisition du Bloc** ») auprès de :

¹ Succession liée au décès de Patrick Bensabat le 29 janvier 2016.

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

³ Le prix par action résulte de certaines déductions spécifiques prévues par le Contrat de Cession, en ce compris la déduction d'une somme d'un million d'euros résultant de la mise en œuvre de l'Accord Tunisien (cf. section 2.2.1 ci-après).

- la Société Business & Decision Ingénierie, société par actions simplifiée au capital de 38 421,73 euros, dont le siège social est situé 153, rue de Courcelles 75017 Paris, identifiée au SIREN sous le numéro 399 374 776 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris,
- Michael BENSABAT,
- Tova RABINOVITSJ-BENSABAT,
- Jérémy BENSABAT,
- Gabriel SHAVIT, et
- la succession CHAVIT,

(ensemble, les « **Actionnaires Cédants** »)

Pendant la période d'Offre et conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a acquis sur le marché 283.203 actions (tel que détaillé dans la Note d'Information).

A la date des présentes, l'Initiateur détient 4.941.816 actions représentant 62,69% du capital et 59,85%¹ des droits de vote de la Société.

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement à la hausse par l'Initiateur des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'Acquisition.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

La durée de l'Offre sera de 15 jours de négociation.

Dans le cas où les actions Business & Decision non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Business & Decision (hors Actions Sous Promesses) ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Business & Decision (ou tout autre seuil prévu dans le futur par la réglementation applicable), Network Related Services demandera, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles L.433-4, III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre visant les actions Business & Decision non apportées à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse, filiale du Groupe BNP Paribas, agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (la « **Banque Présentatrice** »), a déposé le 6 juin 2018 le projet

¹ Sur la base d'un capital composé au 5 juin 2018, postérieurement à l'Acquisition et à la perte des droits de vote doubles attachés aux titres détenus par les Actionnaires Cédants, de 7.882.975 actions représentant 8.257.331 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF. La Banque Présentatrice garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1. Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détient pas, après le franchissement à la hausse des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'Acquisition.

La Note d'Information indique que l'Acquisition de la Société s'inscrit dans la stratégie de développement d'Orange Business Services acteur mondial de la transformation digitale, visant à combiner l'expertise de la Société dans le domaine de la Data et du Digital à l'expertise d'Orange dans le domaine de l'expérience client et des objets connectés. L'expertise de la Société en matière de *Business Intelligence* et de science des données (*Data Science*) viendrait notamment renforcer significativement en France et à l'international les activités d'Orange dans la gouvernance et l'analyse des données.

2.2. Acquisition par l'Initiateur d'un bloc majoritaire de 59,10% du capital de la Société

L'Acquisition résulte d'un processus compétitif de recherche d'un actionnaire de remplacement mis en place par les Actionnaires Cédants en juillet 2016.

Dans le cadre de ce processus, la Société a mis à disposition un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux procédures de data room figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée publié par l'AMF. Au terme de plusieurs marques d'intérêts reçues, les Actionnaires Cédants et le Conseil d'administration ont sélectionné celle formulée par Orange qui offrait le prix par action le plus élevé afin de poursuivre des discussions dans le cadre d'une exclusivité.

2.2.1. Négociation exclusive et signature du Contrat de Cession

Le 18 mai 2017, Orange a annoncé son entrée en négociation exclusive avec la famille BENSABAT et Monsieur Christophe DUMOULIN¹, Président directeur général de la Société à cette date, en vue de l'acquisition d'un bloc majoritaire représentant environ 67% du capital de la Société donnant lieu à l'ouverture d'une période de préoffre (cf. D&I 217C1003 en date du 19 mai 2017).

A l'issue de la procédure d'information et de consultation des instances représentatives du personnel de la Société et de l'Initiateur, les Actionnaires Cédants et l'Initiateur ont annoncé la signature d'un contrat de cession d'action (le « **Contrat de Cession** ») intervenue le 25 octobre 2017, prévoyant la cession de 5.043.103 actions représentant 63,98% du capital et 76,02% des droits de vote de la Société. Le conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement ce projet de rapprochement et a nommé le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

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

- (i) l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations ;
- (ii) la réalisation de l'acquisition de 10% du capital de la société Business & Decision Tunisie (« **BDT** ») et l'acquisition d'une participation majoritaire au capital de la société Business & Decision Tunisie Locale (« **BDTL** ») auprès de Madame Neila Benzina, Directrice de la zone MEA et membre du comité exécutif de la Société (ci-après ensemble l'« **Accord Tunisien** ») ;
- (iii) le reclassement des titres de certaines filiales de la Société.

L'Acquisition du Bloc a été notifiée par l'Initiateur aux autorités de la concurrence en France, en Russie et en Tunisie pour autoriser le changement de contrôle de la Société au titre du contrôle des concentrations. Ces dernières ont donné leur autorisation respectivement les 29 décembre 2017, le 8 décembre 2017 et 7 janvier 2018.

L'Accord Tunisien

Le 11 avril 2018, la Société a signé avec Madame Neila BENZINA, BDT et BDTL un protocole d'accord relatif à l'acquisition, par la Société, de 10% du capital de BDT et 75,09% du capital de BDTL détenus par Madame Neila BENZINA (post-augmentation de capital de BDTL réalisée dans le contexte de cette acquisition) pour un prix total de 1.961.600 euros. Il est rappelé qu'un certain nombre de projets de Business Intelligence de la Société, notamment celui en Arizona (Etats-Unis d'Amérique), font appel aux collaborateurs de BDT et de BDTL. L'Accord Tunisien a permis à la Société d'asseoir son contrôle sur ces actifs stratégiques, favorisant l'intégration de BDT et de BDTL à la stratégie et aux directives de la Société. Conformément au Contrat de Cession, un montant d'un

¹ Le conseil d'administration de la Société a mis fin aux fonctions de Président directeur général de Monsieur Christophe Dumoulin le 12 septembre 2017.

million d'euros représentant environ 50% du montant payé par la Société dans le cadre de l'Accord Tunisien a été déduit du prix payé par l'Initiateur aux Actionnaires Cédants, ce qui a notamment contribué à une minoration du Prix de Cession à 7,70 euros par action par rapport au Prix d'Offre de 7,93 euros par action. Il est précisé que le Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société n'est pas impacté par l'Accord Tunisien. Il est rappelé que Madame Neila BENZINA n'est pas partie à l'Acquisition.

Signature d'un avenant au Contrat de Cession et de promesses de vente et d'achat

La succession du fondateur de la Société, Monsieur Patrick Bensabat, et celle de l'un des membres de la famille Bensabat qui était partie au Contrat de Cession et qui est décédé en décembre 2017, ont engendré des contraintes juridiques particulières pour la bonne fin du transfert de propriété des Actions Sous Promesses. Le 10 mai 2018, l'Initiateur et les Actionnaires Cédants ont conclu un avenant au Contrat de Cession afin de tenir compte de l'impossibilité pour les Actionnaires Cédants de céder les Actions Sous Promesses initialement visées au Contrat de Cession dans des délais compatibles avec la date butoir prévue par ledit Contrat de Cession, dans l'attente de décisions judiciaires au fond autorisant leurs cessions.

Ces Actions Sous Promesses font l'objet de promesses d'achat et de vente croisées entre l'Initiateur et (a) le représentant des héritiers du fondateur de la Société d'une part et (b) le représentant de la succession du membre de la famille Bensabat décédé fin 2017 d'autre part (ci-après ensemble les « **Représentants** »). Le 10 mai 2018, les Représentants ont consenti à l'Initiateur une promesse de vente (la « **Promesse de Vente** ») et ce dernier a consenti réciproquement aux Représentants une promesse d'achat (la « **Promesse d'Achat** ») portant sur l'ensemble des Actions Sous Promesses. Ces promesses croisées contiennent un engagement des actionnaires des Actions Sous Promesses et des Représentants de s'abstenir d'exercer les droits de vote attachés aux Actions Sous Promesses dans le cadre des assemblées générales ordinaires ou extraordinaires qui pourraient être tenues par la Société.

La Promesse de Vente est exerçable par l'Initiateur dans les cinq jours ouvrés suivant l'obtention des autorisations judiciaires et/ou gouvernementales pertinentes permettant le transfert des Actions Sous Promesses à un prix par action égal au Prix de Cession. La Promesse d'Achat est exerçable par les Représentants dans un délai d'un mois suivant l'expiration de la période d'exercice de la Promesse de Vente au Prix de Cession.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc

Le 5 juin 2018 (la « **Date de Réalisation** »), en application du Contrat de Cession, tel qu'amendé, l'Initiateur a finalement acquis auprès des Actionnaires Cédants 4 658 613 actions représentant avant acquisition 59,10% du capital et 72,14% des droits de vote de la Société.

Pendant la période d'Offre et conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a acquis sur le marché 283.203 actions (tel que détaillé dans la Note d'Information).

En conséquence, à la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient 4 941 816 actions de la Société représentant 62,69% du capital et 59,85% des droits de vote de la Société (compte tenu de la perte de droits de vote double).

L'Offre porte ainsi sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date des présentes, soit, à la connaissance de l'Initiateur 2 556 669 actions Business & Decision représentant 32,43% du capital de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 7 882 975 au 31 mai 2018, à un prix par action de 7,93 euros, supérieur à celui payé aux Actionnaires Cédants pour l'Acquisition du Bloc¹. Il est rappelé que les 384 490 actions de la Société, représentant environ 4,88% du capital de la Société, détenues par la succession Chavit et par la succession Bensabat ont fait l'objet de Promesses de Vente et d'Achat conclues avec NRS dans l'attente des décisions du juge des tutelles nécessaires à la cession desdites actions et ne font pas l'objet de l'Offre.

Il est précisé que les termes de l'Acquisition ne prévoient aucune clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix à la hausse au bénéfice des Actionnaires Cédants. Il est précisé en tant que de besoin que le protocole d'accord conclu entre les Actionnaires Cédants et Orange le 25 octobre 2017 prévoyait un complément de prix versé en numéraire aux Actionnaires Cédants si, dans les six (6) mois suivant la réalisation de l'Acquisition, Orange lançait l'Offre à un prix par action de la Société supérieur à 7,93 €. Cette clause est rendue inopérante par le dépôt de l'Offre.

Le Contrat de Cession prévoit en revanche des mécanismes d'indemnisation au bénéfice de l'Initiateur qui, en cas de mise en œuvre, se traduiraient par une réduction du prix par action des actions cédées par les Actionnaires Cédants.

2.3. Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce et à l'article 11 des statuts de la Société, l'Initiateur a procédé aux déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- Déclaration datée du 6 juin 2018 auprès de l'AMF de franchissement à la hausse de tous les seuils compris entre 5% et 50% ; et
- Déclaration datée du 5 juin 2018 auprès de la Société de franchissement à la hausse de tous les seuils compris entre 5% et 50%.

¹ Soit **7,70€** compte tenu de certaines déductions spécifiques prévues par le Contrat de Cession.

L'Initiateur a également notifié à l'AMF et à la Société sa déclaration d'intention le même jour, conformément à la réglementation applicable.

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

2.4.1. Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Business & Decision avant l'Acquisition du Bloc

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital social de Business & Decision s'élevait, à la connaissance de l'Initiateur, à 551 808,25 euros, divisé en 7 882 975 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,07 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente le capital et les droits de vote théoriques de la Société avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc le 5 juin 2018 :

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

2.4.2. Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Business & Decision à la suite de l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du dépôt de l'Offre, suite à la réalisation de l'Acquisition du Bloc :

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

Préalablement à l'Acquisition du Bloc mentionnée ci-dessus, ni l'Initiateur, ni l'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, des actions

Business & Decision. Business & Decision ne détient aucune de ses propres actions et n'a émis aucun titre ou instrument financier pouvant donner accès à terme au capital de la Société.

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date des présentes, en ce compris les actions acquises par l'Initiateur pendant la période d'Offre telles que décrites au paragraphe 1.2.5 de la Note d'Information :

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

2.5. Changement de gouvernance

Préalablement à l'Acquisition du Bloc, le Conseil d'administration de la Société était composé des membres suivants :

- Monsieur Jean-Louis DIDIER, Président du Conseil d'administration ;
- Madame Tova BENSABAT ;
- La société Business & Decision Ingénierie, représentée par Monsieur Eliott BENSABAT.

Il est précisé que Monsieur Christophe DUMOULIN a remis la lettre de démission de son mandat d'administrateur à la Date de Réalisation.

A la Date de Réalisation, le conseil d'administration s'est réuni avec cette composition afin de rendre un avis motivé sur l'Offre (voir Section 4 de la présente note en réponse). Puis, à l'issue de cette réunion, une seconde réunion du conseil d'administration s'est tenue afin de tenir compte de la nouvelle composition de l'actionnariat, l'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société ont démissionné de leur siège au Conseil d'administration de la Société et Monsieur Jean-Louis DIDIER a également démissionné de son mandat de Président-directeur général.

A la Date de Réalisation, le Conseil d'administration a coopté les personnes suivantes en qualité d'administrateurs de la Société, en remplacement des administrateurs démissionnaires :

- Monsieur Thierry BONHOMME, Administrateur, Président du Conseil d'administration,
- Madame Catherine DANEYROLE, Administratrice indépendante,
- Madame Béatrice FELDER, Administratrice, et
- Monsieur Jean-Michel THIBAUD, Administrateur.

Les cooptations réalisées seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale de la Société, qui se tiendra le 28 juin 2018, conformément aux dispositions de l'article L. 225-24 du code de commerce.

A la Date de Réalisation, le conseil d'administration a également décidé de modifier les modalités d'organisation de la direction de la Société en dissociant les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. A la Date de Réalisation, le conseil d'administration a ainsi nommé :

- Madame Béatrice FELDER, Administratrice, en qualité de Directrice Générale,
- Madame Valérie LAFDAL, Directrice générale déléguée.

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

Le 1^{er} juin 2018, Business & Decision a cédé 5% du capital de la société New General Company (RCS Paris 522 869 890) à PB Management, laquelle est détenue à plus de 75% par l'un des Actionnaires Cédants pour un prix de 175 000 €, sans autre garantie que des garanties usuelles portant sur la propriété des titres.

L'Initiateur considère que les accords conclus dans le cadre de l'Acquisition (à savoir notamment le Contrat de Cession, l'avenant au Contrat de Cession, la Promesse de Vente, la Promesse d'Achat, l'Accord Tunisien et les accords relatifs à la cession d'autres participations minoritaires ainsi que l'accord transactionnel conclu avec Monsieur Christophe DUMOULIN dans le cadre de la cessation de ses fonctions), et les baux commerciaux conclus avec les SCI détenus par certains Actionnaires Cédants, ne sont pas susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires et ne comportent aucune clause ni aucun élément constitutif susceptible de constituer un complément de prix qui sera versé au bénéfice des Actionnaires Cédants.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de Business & Decision se sont réunis le 5 juin 2018, sous la présidence de Jean-Louis Didier, Président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

Les trois membres du Conseil d'administration de Business & Decision (M. Jean-Louis DIDIER, Mme Tova BENSABAT et Business & Decision Ingenierie représentée par M. Elliot BENSABAT) ont assisté à cette séance. Aucun administrateur indépendant ne siège au conseil de Business & Decision.

Il a été rappelé aux membres du Conseil d'administration que l'Initiateur a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions Business & Decision au prix unitaire de 7,93 euros.

Le Conseil d'administration a pris connaissance des éléments suivants :

- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur de l'Offre qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Portzamparc, établissement présentateur ;
- le rapport établi par le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès PINIOT et Stéphanie GUILLAUMIN, agissant en qualité d'experts indépendants (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 I et II du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers et mandaté par le Conseil d'administration en date du 2 mars 2018 ; et
- le projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers.

Le Conseil d'administration a, par la suite, constaté que :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détient pas après le franchissement à la hausse des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'Acquisition du Bloc ;
- l'Offre, comme l'Acquisition du Bloc, s'inscrit dans la stratégie de développement d'Orange Business Services acteur mondial de la transformation digitale, branche d'Orange à laquelle l'Initiateur appartient, de combiner l'expertise de la Société dans le domaine de la Data et du Digital à l'expertise dans le domaine de l'expérience client et des objets connectés pour Orange, ainsi que de la capacité d'innovation et la présence globale de ses réseaux commerciaux d'Orange. L'expertise de la Société en matière de Business Intelligence et de science des données (Data Science) viendront notamment renforcer significativement en France et à l'international les activités d'Orange dans la gouvernance et l'analyse des données ;
- l'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire, si les conditions requises se trouvent remplies ; et
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, au prix de 7,93 euros par action.

Le Président a présenté le rapport de Mesdames Agnès PINIOT et Stéphanie GUILLAUMIN, représentant le cabinet Ledouble, mandaté le 2 mars 2018 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre, et du retrait obligatoire le cas échéant, et notamment la conclusion du rapport qui est la suivante :

« À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous retenons que :

- le Prix d'Offre de 7,93 € extériorise une prime pour chaque critère d'évaluation ;
- les Accords et Opérations connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

En définitive, nous attestons que le Prix d'Offre de l'Action de 7,93 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire. »

Le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation figurant dans le rapport de Portzamparc et (iv) du rapport de l'expert indépendant qui conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, et après en avoir délibéré, a considéré à l'unanimité que l'Offre était réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, et de ses salariés et qu'elle constituait une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil d'administration a approuvé à l'unanimité le projet d'Offre et de retrait obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés dans les termes du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse, et a décidé en conséquence d'émettre un avis favorable sur l'Offre, et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

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

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur, réalisée le 5 juin 2018 et décrite à la **section 2.2** de la présente note en réponse, les instances représentatives du personnel des filiales de la Société employant des salariés (le « **Comité d'Entreprise** ») ont été informées et consultées, conformément à l'article L.2323-33 al. 1^{er} du Code du Travail.

Le 17 juillet 2017, le Comité d'Entreprise a rendu un avis favorable avec réserves sur le projet de cession de la majorité du capital de la Société.

Conformément à l'article L. 2323-26-1 B du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

A la date de la présente note en réponse :

- Monsieur Jean-Louis DIDIER a indiqué son intention d'apporter les cinq (5) actions de la Société qu'il détient à l'Offre ; et
- les autres administrateurs étant des Actionnaires Cédants, ils ne détiennent plus d'actions de la Société à l'exception de celles couvertes par les promesses.

7. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Non applicable.

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert 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 clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société. Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, étant toutefois rappelé que l'Initiateur a signé avec certains des Actionnaires Cédants des promesses de vente et d'achat décrites à l'article 2.2.1 de la présente note en réponse, lesquelles pourront être exercées uniquement en cas d'obtention de la décision du juge des tutelles autorisant la cession des actions concernées. Le prix d'exercice prévu aux termes de ces promesses est égal au prix de cession perçu par les Actionnaires Cédants à la Date de Réalisation.

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

A la date de la présente note en réponse, en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce, la Société n'a pas connaissance d'actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote autres que les actionnaires mentionnés en section 2.4.2.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires, toutes de même catégorie. La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

Chaque action nominative intégralement libérée et inscrite depuis au moins deux ans au nom d'une même actionnaire bénéficie d'un droit de vote double.

8.4. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Non applicable.

8.5. 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 votes

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote, à l'exception des promesses décrites en section 2.2.1.

8.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.7. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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

Le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations de compétences suivantes :

Délégation consentie	Durée de validité
Rachat d'actions de la Société à diverses fins pour un montant maximal de 55.180,825 €. Autorisation d'annulation d'actions pour une durée de 24 mois.	24 mois à compter de l'Assemblée Générale du 28 juin 2016, soit jusqu'au 27 juin 2018.

A noter cependant, que l'assemblée générale convoquée pour le 28 juin 2018 statuera sur un ensemble de délégations financières usuelles octroyées au Conseil d'administration (l'avis de réunion de cette assemblée générale a été publié au BALO le 23 mai 2018 et l'avis de convocation a été publié au BALO le 12 juin 2018).

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

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, celle-ci n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société.

8.9. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société 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

Néant.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



BUSINESS & DECISION

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIÉE PAR NETWORK RELATED SERVICES

ATTESTATION D'ÉQUITÉ



SOMMAIRE

1. INTRODUCTION	5
1.1. CADRE RÉGLEMENTAIRE DE L'INTERVENTION DE LEDOUBLE	6
1.2. INDÉPENDANCE ET COMPÉTENCE DE LEDOUBLE	6
1.3. DILIGENCES EFFECTUÉES	7
1.4. AFFIRMATIONS OBTENUES ET LIMITES DE LA MISSION	8
1.5. PLAN DU RAPPORT	9
1.6. CONVENTIONS DE PRÉSENTATION	9
2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION	10
2.1. BUSINESS & DECISION, CIBLE	10
2.2. NETWORK RELATED SERVICES, INITIATEUR	10
2.3. OBJECTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR	10
2.4. RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE ET PÉRIMÈTRE DE L'OFFRE	12
2.5. FINANCEMENT DE L'OPÉRATION	13
2.6. ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	13
3. PRÉSENTATION DE B&D	14
3.1. MARCHÉ DES ENTREPRISES DE SERVICES NUMÉRIQUES	14
3.1.1. ACTEURS DES SERVICES NUMÉRIQUES	14
3.1.2. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU SECTEUR	15
3.1.3. PERSPECTIVES DU MARCHÉ	16
3.2. POSITIONNEMENT DE B&D	16
3.3. FACTEURS HISTORIQUES DE CROISSANCE ET DE DÉVELOPPEMENT DE B&D	17
3.4. ANALYSE HISTORIQUE DE LA PERFORMANCE DE B&D	18
3.4.1. ANALYSE DE L'ACTIVITÉ ET DE LA RENTABILITÉ	18
3.4.2. ANALYSE DE LA STRUCTURE BILANCIELLE	20
3.5. SYNTHÈSE	23

4. ÉVALUATION DE L'ACTION	24
4.1. CARACTÉRISTIQUES COMPTABLES, FINANCIÈRES ET FISCALES	24
4.1.1. RÉFÉRENTIEL COMPTABLE	24
4.1.2. NOMBRE D'ACTIONS	24
4.1.3. DATE D'ÉVALUATION	24
4.1.4. CRÉDIT D'IMPÔT RECHERCHE	25
4.1.5. ENDETTEMENT NET FINANCIER	26
4.1.6. IMPOSITION	28
4.1.7. IMPAIRMENT TEST	28
4.2. MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES	28
4.2.1. ACTIF NET RÉÉVALUÉ	28
4.2.2. DISCOUNTED DIVIDEND MODEL (DDM)	28
4.2.3. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES TRANSACTIONS COMPARABLES	29
4.3. PRIX PAYÉ PAR L'INITIATEUR DANS LE CADRE DE LA CESSIION DU BLOC	30
4.4. RÉFÉRENCE AU COURS DE BOURSE	30
4.5. VALORISATION INTRINSÈQUE PAR L'ACTUALISATION DES FLUX PRÉVISIONNELS DE TRÉSORERIE (DCF)	33
4.5.1. RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE	33
4.5.2. TAUX D'ACTUALISATION	33
4.5.3. TAUX DE CROISSANCE PERPÉTUELLE	34
4.5.4. PLANS D'AFFAIRES	34
4.5.5. SYNTHÈSE	37
4.6. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	38
4.6.1. COMPOSITION DE L'ÉCHANTILLON DE COMPARABLES BOURSIERS	38
4.6.2. MODALITÉS DE CALCUL DES MULTIPLES D'EBIT PAR RÉFÉRENCE À LA VALEUR D'ENTREPRISE (VE)	39
4.6.3. SYNTHÈSE	41
4.7. PRISE EN COMPTE DU CRÉDIT D'IMPÔT RECHERCHE ET DES EFFETS DE SYNERGIES	42
4.7.1. CRÉDIT D'IMPÔT RECHERCHE	42
4.7.2. AUTRES EFFETS DE SYNERGIES	42

5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DE L'ACTION	43
6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	44
6.1. ENDETTEMENT NET FINANCIER	44
6.2. VALORISATION INTRINSÈQUE PAR L'ACTUALISATION DES FLUX PRÉVISIONNELS DE TRÉSORERIE	45
6.3. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	45
6.3.1. COMPOSITION DES ÉCHANTILLONS DE COMPARABLES	45
6.3.2. CONSTRUCTION DES MULTIPLES BOURSIERS	46
6.4. RÉFÉRENCE AU COURS DE BOURSE	46
6.5. SYNTHÈSE	46
7. APPRÉCIATION DE L'INCIDENCE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES	47
7.1. ENGAGEMENT DE CESSION DU CONTRÔLE DE B&D	48
7.2. ACCORDS DE CESSION ET D'ACHAT PRÉALABLES À L'OFFRE	49
7.3. DISPOSITIONS SPÉCIFIQUES À M. CHRISTOPHE DUMOULIN	50
7.4. CONTRATS DE BAIL SIGNÉS ENTRE UNE ENTITÉ DU GROUPE ET LA FAMILLE BENSABAT	50
7.5. SYNTHÈSE	51
8. CONCLUSION	52
ANNEXES	53

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **OPAS** ») suivie d'un Retrait Obligatoire (le « **RO** ») (l'OPAS et le RO formant l'« **Offre** ») initiée par la société Network Related Services (« **NRS** » ou l'« **Initiateur** »), filiale du groupe Orange (« **Orange** ») sur les titres **Business & Decision** (« **B&D** », la « **Société** » ou la « **Cible** »), Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été chargé en tant qu'expert indépendant désigné par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») en date du 2 mars 2018, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre, du Prix d'Offre de 7,93 € (le « **Prix d'Offre** ») par action B&D (la « **Mission** »).

L'Offre fera suite à :

- l'acquisition par l'Initiateur le 5 juin 2018 de 4 658 613 actions représentant 59,10 % du capital et 56,42 % des droits de vote de la Société¹ (l'« **Acquisition du Bloc** ») au prix de 7,70 € (le « **Prix de Cession** ») par action B&D auprès de :
 - la société Business & Decision Ingénierie (18,22 %) ;
 - Michael Bensabat (21,18 %) ;
 - Tova Rabinovitsj (0,03 %) ;
 - Jérémy Bensabat (0,00 %²) ;
 - Gabriel Shavit (7,59 %) ;
 - la succession Chavit (12,09 %) (ensemble les « **Actionnaires Cédants** ») ;
- la conclusion de promesses croisées portant sur 384 490 actions sous promesses, représentant 4,88 % du capital et 6,05 %³ des droits de vote de la Société (les « **Actions Sous Promesses** ») au prix de 7,70 € par action B&D, égal au Prix de Cession, détenues par la succession Bensabat (2,46 %) et la succession Chavit (2,42 %).

L'acquisition du Bloc et les Actions Sous Promesses constituent ensemble l'« **Acquisition** ».

L'Acquisition et l'Offre constituent ensemble l'« **Opération** ».

¹ Du fait des droits de vote double, le pourcentage des droits de vote antérieur à l'Acquisition du Bloc était de 72,14 % (§ 2.4).

² Une seule action.

³ Le pourcentage de contrôle tient compte des droits de vote double au 5 juin 2018 à l'issue de l'Acquisition du Bloc. Avant Acquisition du Bloc, ce pourcentage était de 3,87%.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

La désignation de Ledouble et le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») entrent dans le cadre des articles [261-1.I](#) 1°, 2° et 4^o et [261-1.II](#)⁵ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°[2006-08](#)⁶, elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#)⁷.

Le présent rapport (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article [262-1.I](#)⁸ du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de B&D, de ses actionnaires de référence et de l'Initiateur, ainsi que de leurs conseils respectifs⁹ (les « **Conseils** ») et de Portzamparc – Groupe BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre (« **l'Établissement Présentateur** ») :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec B&D et ses actionnaires ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles [261-4](#) du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° [2006-08](#) ; à titre informatif, figure en **Annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹⁰ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement Présentateur ou au sein du même groupe¹¹.

⁴ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque 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 ;

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; [...].

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ; [...] ».

⁵ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

⁶ « Expertise indépendante ».

⁷ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

⁸ Extrait de l'article 262-1.I : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

⁹ De Pardieu Brocas Maffei A.A.R.P.I., conseil juridique de B&D ; Hoche, conseil juridique d'Orange ; Messier Maris & Associés, conseil financier d'Orange.

¹⁰ Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des membres de l'équipe de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **Annexe 5**.

¹¹ Au sens de l'article [261-4 I](#) du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes, physiques et morales, concernées par l'Offre et les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **Annexe 5**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15.

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

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Opération, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Cible et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de B&D ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action B&D (l'« **Action** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec la Direction de la Société (la « **Direction** »), l'Initiateur, les Conseils et l'Établissement Présentateur, ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché des prestations de services informatiques caractérisant l'activité de la Cible ;
- la documentation juridique¹² relative à l'Opération et son dispositif de financement, ainsi que les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** ») ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants de la Société et de l'Initiateur, ainsi que des représentants des Conseils et de l'Établissement Présentateur ; la liste de nos contacts figure en **Annexe 3** ;
 - des projets de notes d'information élaborés par l'Initiateur, puis par la Société en réponse, dans la perspective du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet¹³ de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale antérieurement à l'Offre ;

¹² Notamment le contrat d'Acquisition du Bloc i.e. le Contrat de Cession signé le 25 octobre 2017 et les avenants aux contrats et accords en vigueur qui y sont mentionnés.

¹³ [En ligne], <https://fr.group.businessdecision.com/>

- les informations comptables et financières de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017 ;
- l'examen détaillé et contradictoire des données du plan d'affaires à moyen terme du Groupe couvrant la période 2018-2020 (le « **PMT de l'Offre** »), élaboré par la Direction. Nous avons notamment procédé, en relation avec nos interlocuteurs au sein du Groupe, à un rapprochement entre le plan d'affaires couvrant la période 2016-2020 établi dans le cadre de l'Acquisition du Bloc (le « **PMT de la Cession du Bloc** ») et le PMT de l'Offre au regard des impacts liés aux changements de périmètre intervenus au cours des derniers mois et des risques auxquels le Groupe est exposé, notamment à l'international ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation des données du PMT de l'Offre ;
- les références d'évaluation internes à la Société à l'occasion d'opérations récentes ;
- l'exploitation de nos bases de données financières¹⁴, tant en ce qui concerne la Société que les autres acteurs du marché ;
- l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que les événements et communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- les notes d'analystes récentes concernant les entités comparables au Groupe en termes d'activité et de modèle économique¹⁵ ;
- l'évaluation multicritère de l'Action ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action et de l'analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et de l'Initiateur confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

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

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

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

¹⁴ Bloomberg (paramètres financiers et comparables boursiers) et Capital IQ (notes d'analystes et comparables transactionnels).

¹⁵ Le titre B&D n'est pas suivi par les analystes.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- les parties à l'Opération ainsi que le contexte et les modalités de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement de B&D (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation exposés par l'Établissement Présentateur (§ 6) ;
- notre appréciation des Accords et Opérations Connexes (§ 7).

La conclusion du Rapport constitue l'Attestation d'Équité pour les actionnaires de B&D dont les titres sont visés par l'Offre (§ 8).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

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

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

2. Présentation de l'Opération

2.1. Business & Decision, Cible

B&D, dont les titres sont visés par l'Offre, est une société anonyme au capital de 551 805,25 €, sise 153 rue de Courcelles à Paris (75017), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris¹⁶. La Société clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

Les actions composant le capital de B&D, actuellement au nombre de 7.882.975 (§ 2.4), sont admises depuis 2001 aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext¹⁷ (§ 3.3).

2.2. Network Related Services, Initiateur

NRS est une société anonyme au capital de 86 237 254,80 €, sise 195 rue Lavoisier à Montbonnot Saint-Martin (38330), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble¹⁸.

NRS, dont le capital est détenu en totalité par Orange, a pour principale activité la détention de participations dans le capital des sociétés de services d'Orange, en particulier en matière d'expertise, de conseil, d'évaluation d'applications critiques et de fourniture de solutions technologiques innovantes.

Orange est une société anonyme au capital de 10 640 226 396 €, sise 78 rue Olivier de Serres à Paris (75015), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris¹⁹. Les actions composant le capital d'Orange sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris, Compartiment A²⁰.

2.3. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

L'Offre, initiée sur les titres B&D au Prix d'Offre de 7,93 € par action, s'inscrit dans le prolongement de l'Acquisition du Bloc qui résulte d'un processus compétitif de recherche d'un nouvel actionnaire de référence, suite au décès de M. Patrick Bensabat, fondateur et principal actionnaire de la Société, survenu en janvier 2016.

Compte tenu de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur, qui détiendra à l'issue de cette étape de l'Opération 4 658 613 actions représentant 59,10 % du capital et 56,42 % des droits de vote de la Société (§ 1), est tenu de déposer une offre publique d'acquisition sur les titres de la Société en raison du franchissement à la hausse des seuils de 30 % et de 50 % du capital et des droits de vote.

L'Initiateur souhaite en outre mettre en œuvre une procédure de retrait de cote.

Ainsi, la société NRS s'est engagée à déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'Offre.

¹⁶ Sous le numéro 384 518 114, depuis le 19 février 1992, année de création de la Société.

¹⁷ Sous le code ISIN FR 0000078958, mnémonique BND.

¹⁸ Sous le numéro 345 039 416.

¹⁹ Sous le numéro 380 129 866.

²⁰ Sous le code ISIN FR 0000133308, mnémonique ORA.

Les principales conditions de l'Opération sont consignées dans le contrat de cession (le « **Contrat de Cession** »), signé le 25 octobre 2017 entre les Actionnaires Cédants et l'Initiateur, prévoyant initialement la cession de 5 043 103 actions représentant 63,98 % du capital de la société (§ 2.4)²¹.

La finalisation de l'Acquisition était sujette à la réalisation de conditions préalables :

- l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations²² ;
- le rachat par B&D des participations minoritaires suivantes :
 - 10 % de B&D CIS LLC (Russie) détenus par Mme Ada Sekirin pour un prix de 25 K€ ;
 - 10 % de Casmaco Ltd. détenus par certains Actionnaires Cédants à la valeur nominale ;
 - 10 % de B&D Tunisie et 72 % de B&D Tunisie Local détenus par Mme Neila Benzina, Directrice de la zone MEA et membre du comité exécutif de la Société (l'« **Accord Tunisien** ») pour un prix total de 1 961 600 €. Conformément au Contrat de Cession, un montant d'1 M€ doit venir en déduction du prix payé par l'Initiateur ; ce montant correspondant à la quote-part assumée par les Cédants au titre du rachat des intérêts tunisiens, de sorte que le Prix de Cession a été ramené à **7,70 €** par action²³ ;
 - 51 % de Hub'Scan Inc. détenus par certains Actionnaires Cédants pour un prix de 1 € ;
 - 1 part de Business and Decison Life Science SA détenue par la famille Bensabat pour un prix de 17,28 € par action ;
 - 1 part de Business and Decison Life Luxembourg détenue par la famille Bensabat pour un prix de 8,05 € par action ;
 - 10 % de Business & Decison Ltée détenus par la famille Bensabat pour un prix de 250 € ;
 - une trésorerie au niveau du Groupe au moins égale à 2 M€ ;
- la cession par B&D de 50 % du capital de Camondo Consulting à M. Gad Benchimol pour un prix de 50 K€, assortie de la signature, d'une part, d'un protocole d'accord transactionnel conclu entre M. Gad Benchimol et B&D au titre de la cessation de ses fonctions au sein du Groupe et, d'autre part, d'un contrat de prestation de services, assistance et conseil conclu entre M. Gad Benchimol et B&D. L'Initiateur a finalement souhaité renoncer à la cette cession avant la réalisation de l'Acquisition.

La succession du fondateur de la Société, M. Patrick Bensabat, et celle d'un des membres de la famille Bensabat décédé en décembre 2017, Mme Clémentine Chavit²⁴ partie au Contrat de Cession, ont perturbé le déroulement de l'Opération et engendré des contraintes juridiques particulières.

²¹ M. Christophe Dumoulin, initialement partie aux négociations exclusives avec l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition, a été révoqué de ses fonctions de Président Directeur Général et de l'ensemble de ses mandats exercés au sein du Groupe, puis licencié.

²² En France (29 décembre 2017), Russie (8 décembre 2017) et Tunisie (7 janvier 2018).

²³ Il est également précisé qu'une somme de 147 504 € a été déduite du Prix de Cession à titre de préjudice lié au contentieux *Accountability IT (US Litigation)* dans le Contrat de Cession, lequel faisait l'objet d'une garantie de passif et a été transigé.

²⁴ Mère de M. Patrick Bensabat.

Le 10 mai 2018, les Actionnaires Cédants et l'Initiateur ont signé un avenant au Contrat de Cession (l'« **Avenant n°1** ») afin de tenir compte de l'impossibilité de céder une partie des actions initialement visées au Contrat de Cession dans les délais prévus, dans l'attente de décisions judiciaires l'autorisant :

- pour la succession liée au décès de M. Patrick Bensabat (la « **Succession Bensabat** ») sur 193 906 actions, représentant 2,46 % du capital de la Société ;
- pour la succession liée au décès de Mme Clémentine Chavit (la « **Succession Chavit** ») sur 190 584 actions représentant environ 2,42 % du capital de la Société.

Le 10 mai 2018, dans l'attente des décisions du juge des tutelles, l'Initiateur et les représentants des héritiers de M. Patrick Bensabat et de la succession de Mme Clémentine Chavit ont conclu une promesse de vente et une promesse d'achat portant sur 384 490 actions représentant environ 4,88 % du capital et 6,05 %²⁵ des droits de vote de la Société (les « **Actions Sous Promesses** »).

2.4. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

Avant l'Acquisition du Bloc le 5 juin 2018, le capital et les droits de vote de B&D se répartissent comme suit :

	Nombre d'actions	% Capital	Droits de vote	% Droits de vote
B&D Ingénierie	1 436 140	18,22%	2 872 280	22,24%
Michael Bensabat	1 669 549	21,18%	3 339 098	25,85%
Tova Rabinovitsj	2 000	0,03%	4 000	0,03%
Jeremy Bensabat	1	0,00%	2	0,00%
Gabriel Shavit	598 000	7,59%	1 196 000	9,26%
Succession Chavit	952 923	12,09%	1 905 846	14,76%
Total Actionnaires Cédants	4 658 613	59,10%	9 317 226	72,14%
Succession Bensabat	193 906	2,46%	240 790	1,86%
Succession Chavit	190 584	2,42%	258 640	2,00%
Total Actions Sous Promesses	384 490	4,88%	499 430	3,87%
Total Acquisition	5 043 103	63,97%	9 816 656	76,00%
Total Public	2 839 872	36,03%	3 099 288	24,00%
Total Actions	7 882 975	100,00%	12 915 944	100,00%

Le capital de la société B&D Ingénierie se répartit comme suit :

- famille Bensabat : 63,64 % ;
- société FCQM Finance, dont M. Christophe Dumoulin dispose de la totalité du capital : 33,42 % ;
- plusieurs actionnaires personnes physiques : 2,94%.

Il n'existe pas d'instrument dilutif susceptible de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur les **2 839 872 actions** B&D en circulation non détenues par NRS à l'issue de l'Acquisition.

²⁵ Au 5 juin 2018 en considérant les droits de vote double à l'issue de l'Acquisition du Bloc.

Suite à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital et les droits de vote de B&D se répartiront comme suit :

	Nombre d'actions	% Capital	Droits de vote	% Droits de vote
Network Related Services	4 658 613	59,10%	4 658 613	56,42%
Total Actions Sous Promesses	384 490	4,88%	499 430	6,05%
Total Public	2 839 872	36,03%	3 099 288	37,53%
Total Actions	7 882 975	100,00%	8 257 331	100,00%

2.5. Financement de l'Opération

L'Acquisition et l'Offre subséquente seront financées par la souscription d'un financement auprès de la société Orange, actionnaire de NRS.

2.6. Accords et Opérations Connexes

L'Opération est assortie d'Accords et Opérations Connexes, liés notamment à des cessions préalables à l'Offre, décrits et analysés *infra* (§ 7).

3. Présentation de B&D

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), à établir un diagnostic du Groupe à partir :

- d'informations sectorielles et de marché (§ 3.1 et § 3.2) ;
- ainsi que de l'historique du développement et de la performance du Groupe (§ 3.3 et § 3.4) ;

afin de dégager les principales forces et faiblesses de B&D ainsi que les opportunités et menaces auxquelles le Groupe est confronté sur son marché (§ 3.5).

3.1. Marché des Entreprises de Services Numériques

3.1.1. Acteurs des services numériques

Le marché des Entreprises de Services Numériques (« ESN ») se caractérise par une forte diversité des acteurs en présence avec, d'une part, des acteurs internationaux diversifiés sur tous les segments du marché (tels que Capgemini ou Atos) et d'autre part, une multitude de petites entreprises spécialisées :

- les **Big ESN**, proposant des prestations complètes de services (conseil, maintenance, intégration de systèmes,...), s'adressent principalement à des multinationales (Capgemini, Atos, Accenture) ;
- les **intégrateurs technologiques** offrent des prestations d'intégration de services applicatifs (*Customer Relationship Management* – CRM), ainsi que des solutions de *Business Intelligence*, *e-Business* développées le plus souvent par des éditeurs tiers ou reposant sur la fourniture de technologies externes (Devoteam, Infotel, B&D) ;
- les **ESN spécialisées** développent une expertise technologique spécifique ou s'adressent à un marché particulier, et fournissent des prestations clés en main développées en interne ou en externe (OBS, Worldline²⁶,...) ;
- les entreprises de **conseil en technologie** sont spécialisées dans les services d'assistance technique destinés à répondre aux problématiques posées par le déploiement ou le développement interne de nouvelles technologies (Altran, Alten, Assystem,...).

Face à l'intensification de la concurrence due à l'expansion des services *offshore*, à la réduction du nombre de prestataires informatiques au sein des Grands Comptes et à la diversité des besoins exprimés par leurs clients, les acteurs multiplient les opérations de rapprochement²⁷ et s'engagent dans des partenariats avec les éditeurs de logiciels tels qu'IBM ou Microsoft afin de proposer des services clés en main.

²⁶ Filiale d'Atos.

²⁷ 112 opérations de fusion-acquisition ont été recensées en 2016, en croissance de 17,2%, pour un montant de 2,2 Md€. Source : Étude Xerfi (2017) : « Les services numériques ».

3.1.2. Principales caractéristiques du secteur

Les services du numérique sont une des principales branches de l'industrie informatique, qui est organisée en trois segments :

- les **services** : activités de conseil, d'ingénierie et d'intégration de systèmes informatiques, d'infogérance et de maintenance ;
- les **logiciels** : solutions assurant un fonctionnement optimal des systèmes informatiques ;
- le **matériel** : appareils informatiques, tels que les ordinateurs, les tablettes ou les périphériques.

La branche des services informatiques s'articule autour de quatre grandes catégories de prestations :

- le **conseil informatique** consiste à guider les clients, au regard de leurs besoins, face aux évolutions technologiques ;
- l'**ingénierie et l'intégration de systèmes informatiques** incluent la conception et la mise en place de solutions identifiées comme optimales dans la phase d'étude d'un système d'information ;
- l'**infogérance** prend en charge, de façon totale ou partielle, le système d'information des clients, qui restent responsables de la maîtrise d'ouvrage du système d'information et des nouvelles applications ;
- la **maintenance** (applicative ou matérielle), l'**assistance** et la **formation informatique** au niveau du matériel et des applications.

Soutenu par un marché dynamique, le chiffre d'affaires du secteur a progressé de 8 % en France en 2017²⁸.

En effet, les acteurs du marché profitent de la volonté des entreprises de se renouveler avec des budgets dédiés à la transformation numérique en croissance de 9,5 % en 2017 s'inscrivant dans la continuité du cycle d'investissement soutenu initié en 2014.

Les prestations traditionnelles, qui offrent des solutions à faible valeur ajoutée (infogérance, maintenance et assistance technique), souffrent d'une forme de banalisation concourant à une pression sur les tarifs de facturation des consultants. Toutefois, l'engouement des donneurs d'ordres pour les solutions de mobilité, les *big data*, le *cloud* ou la cybersécurité profitent directement aux entreprises positionnées sur le segment des SMACS²⁹ (réseaux sociaux, mobilité, analytique, *cloud*, sécurité).

²⁸ Source : Étude Xerfi (2017) : « Les services numériques ».

²⁹ *Social, Mobility, Analytics, Cloud, Security*.

3.1.3. Perspectives du marché

Les perspectives d'évolution du marché sont impactées par :

- l'anticipation d'un ralentissement de la croissance (hausse de 5 % attendue en 2018) s'expliquant par la fin du cycle d'investissement engagé depuis 2014 (§ 3.1.2) ;
- une poursuite de la pression sur les prix.

3.2. Positionnement de B&D

B&D est une ESN spécialisée dans le conseil et l'intégration de systèmes en France et dans le monde, prestataire de services dans les domaines de la *Data* et du Digital.

Son offre s'articule autour de trois axes majeurs :

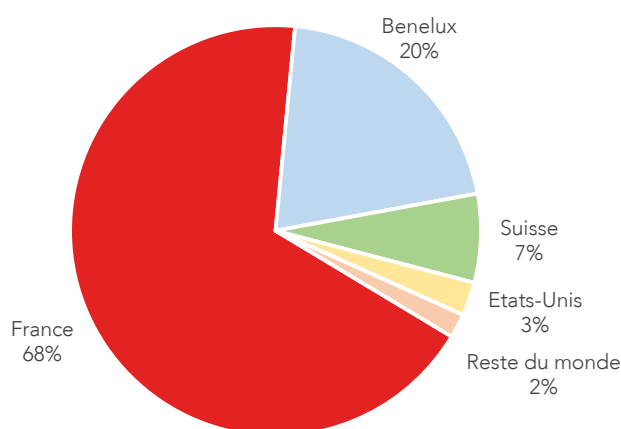
- la **Business Intelligence** avec la mise en place de solutions permettant d'améliorer les performances opérationnelles de l'entreprise ;
- le **Customer Relationship Management** (CRM), qui permet aux entreprises de maîtriser leurs données clients (CRM analytique) et d'industrialiser les processus d'exploitation des données (CRM opérationnel) ;
- l'**e-Business** avec l'accompagnement des entreprises dans la transformation digitale.

Le Groupe opère dans 12 pays et emploie plus de 2 500 personnes en France et dans le monde.

B&D, qui intervient tant dans les grandes entreprises que les PME, est présent sur l'ensemble des secteurs d'activité avec une prédominance dans les secteurs de la finance et des laboratoires pharmaceutiques

En 2017, sur un chiffre d'affaires de 212 M€ (§ 3.4.1), B&D a réalisé près de 70 % de son activité en France.

Répartition du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique



3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement de B&D

Depuis sa création en 1992, la société B&D s'est essentiellement développée par croissance externe :

- 1992 : création de la Société par Patrick Bensabat ;
- 1995 : mise en œuvre des premiers *Datawarehouses* ;
- 1999 : ouverture de l'agence régionale B&D Nord à Lille ;
création de la filiale Matys, spécialisée dans la conception de sites internet - intranet - extranet ;
- 2000 : acquisition des sociétés Toucom Data, Figures Force et Eolas ;
expansion internationale (Zurich, Genève et Madrid) et régionale (Nantes, Lyon et Aix-en-Provence) ;
- 2001 : introduction en bourse sur Euronext Paris ;
acquisition des sociétés Normanet, Araxe et Flux Consultancy ;
création de la filiale Directory & Services ;
- 2004 : prise de participation dans la SSI tunisienne Decision Support Company ;
- 2005 : acquisition de Metaphora,
spécialiste dans l'accompagnement du changement ;
- 2006 : acquisition de Mi Services (présent en Grande-Bretagne et États-Unis),
Cognitis Ibérica (Espagne) et SyBOR (Suisse) ;
- 2007 : acquisition d'Inforte (présent aux États-Unis, Grande-Bretagne et Suisse) et de DSS (Russie) ;
poursuite du développement à l'international (Israël, Italie, Maroc et Roumanie) ;
- 2008 : acquisition de la société ICS Limited (Grande-Bretagne) et du groupe BnV (Belgique et Hollande) ;
- 2012 : cession de la filiale britannique B&D Limited à Sopra ;
- 2014 : signature du contrat Arizona aux États-Unis ;
- 2015 : acquisition de la société Uchrony en Belgique ;
- 2016 : décès du fondateur ;
cession des activités ERP et Managed Services aux États-Unis en vue d'un recentrage vers les métiers de *Data Intelligence* ;
- 2017 : négociation exclusive en vue de la prise de contrôle de B&D par Orange Business Services ;
- 2018 : rapprochement des activités « Data » et « Digital » en Ile de France ;
Acquisition du Bloc par NRS.

3.4. Analyse historique de la performance de B&D

Les données, présentées ci-après, sont issues des comptes consolidés (§ 4.1.1).

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la rentabilité de B&D ont connu l'évolution suivante depuis cinq ans :

Compte de résultat					
K€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
	12m	12m	12m	12m	12m
Chiffre d'affaires	199 986	204 944	224 236	227 636	212 014
Variation		2,5%	9,4%	1,5%	(6,9%)
Résultat opérationnel courant	7 228	8 820	5 903	218	2 367
% chiffre d'affaires	3,6%	4,3%	2,6%	0,1%	1,1%
Résultat opérationnel	3 251	8 115	4 745	(386)	(6 484)
% chiffre d'affaires	1,6%	4,0%	2,1%	(0,2%)	(3,1%)

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Sur la période 2013-2017, la progression du chiffre d'affaires de B&D est marquée par une hausse de 9,4 % en 2015 sous l'effet de la croissance de la division « *Business Intelligence* ».

Les évolutions de l'activité sur cette période, contrastées selon les zones géographiques, se traduisent par :

- une progression en France sous l'impulsion d'investissements réalisés en innovation avec le recrutement de profils dans des domaines spécifiques (*Datasciences*, *Big Data*) et le développement de projets en *Web Analytics* ;
- un net recul aux États-Unis (-33 % en 2016 et -73 % en 2017) en lien avec, d'une part, les cessions d'activités américaines intervenues en 2016 et, d'autre part, les difficultés rencontrées dans le projet *Mi-Case Arizona* ;
- une stabilité de l'activité au Benelux recouvrant le développement de l'activité *Life Sciences*.

En 2017, le chiffre d'affaires a progressé de 1,3 %, à taux de change et périmètre constants, pour s'établir à 212 M€³⁰.

³⁰ En intégrant les évolutions de périmètre et du dollar, le chiffre d'affaires 2017 est en baisse de 6,9 %.

3.4.1.2. Rentabilité opérationnelle

Après une évolution favorable sur la période 2013-2014³¹, le taux de résultat opérationnel courant s'est érodé jusqu'à 0,1 % en 2016 sous l'effet de pertes opérationnelles significatives aux États-Unis et en France ; la chute du taux de résultat opérationnel courant en France provient cumulativement des difficultés de la région Ile de France, de la hausse des amortissements en lien avec les investissements engagés et de la politique de repositionnement des activités avec l'offre digitale.

En 2017, l'amélioration du taux de résultat opérationnel courant, qui remonte à 1,1 % du chiffre d'affaires, est imputable à la rationalisation des structures de coûts opérationnels.

Dans la continuité de l'exercice 2016, affichant un résultat opérationnel négatif avec la prise en compte des coûts de restructuration et la dépréciation du *goodwill* de BD NA PA, filiale de B&D localisée aux États-Unis, le Groupe a enregistré en 2017 une perte opérationnelle de près de 6,5 M€³² qui s'explique principalement par :

- les coûts de restructuration supportés en France et en Espagne ;
- les coûts liés au projet capitalistique³³ du Groupe ;
- la dépréciation des *goodwill* sur les entités BD NA PA et BD Suisse SA.

La prise en compte de ces charges non courantes a conduit le Groupe à lancer par voie de communiqué un avertissement sur ses résultats 2017³⁴, avant la publication de ses résultats annuels.

³¹ Respectivement 3,6 % et 4,3 %.

³² Retraité des coûts liés au projet capitalistique du Groupe, le résultat opérationnel ressort à (4,9 M€).

³³ Réorganisation de l'actionnariat de B&D et adaptation de la direction suite au décès du fondateur du Groupe B&D.

³⁴ [En ligne], <https://fr.group.businessdecision.com/actualite/2892/207-avertissement-sur-le-resultat-annuel-2017.htm>.

3.4.2. Analyse de la structure bilancielle

La structure bilancielle de B&D a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

Actif net					
K€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Goodwill	31 222	32 731	34 297	31 039	25 462
Immobilisations incorporelles	5 363	5 601	5 774	4 126	2 807
Immobilisations corporelles	16 416	16 824	16 247	14 888	13 735
BFR	23 292	19 784	18 572	20 439	16 378
Actif économique	76 293	74 940	74 890	70 492	58 382
Actifs financiers non courants	2 306	2 862	3 750	3 981	2 014
CIR/CICE	8 826	13 782	13 064	12 247	16 775
C/C relatif à la cession de B&D Ltd					555
Actifs / Passifs détenus en vue de la vente	-	-	-	-	1 256
Autres Actifs / Passifs	11 132	16 644	16 814	16 228	20 600
Provisions pour risques et charges	(5 441)	(3 497)	(3 888)	(3 768)	(7 430)
Provisions	(5 441)	(3 497)	(3 888)	(3 768)	(7 430)
Impôts différés actifs	2 295	2 040	1 584	751	1 038
Impôts différés passifs	(768)	(1 169)	(882)	(720)	(669)
Impôts différés nets	1 527	871	702	31	369
Trésorerie et équivalents	9 661	12 169	8 686	8 944	9 416
Dettes financières	(36 849)	(40 694)	(35 443)	(36 014)	(39 955)
Dette financière nette	(27 188)	(28 525)	(26 757)	(27 070)	(30 539)
Intérêts minoritaires	(638)	(525)	172	(498)	(140)
Actif net - Part du Groupe	55 686	59 909	61 933	55 416	41 242

3.4.2.1. Goodwill³⁵

Les *goodwill*, reflétant la stratégie de croissance externe de B&D (§ 3.3), présentent un solde de **25,5 M€** au 31 décembre 2017.

À l'issue des tests d'*impairment* réalisés au 31 décembre 2017, une dépréciation pour perte de valeur a été comptabilisée à hauteur de 4 M€ sur les Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT ») BD NA PA (2,7 M€) et BD Suisse SA (1,3 M€).

3.4.2.2. Immobilisations incorporelles et corporelles³⁶

Les immobilisations incorporelles, représentant **2,8 M€** au 31 décembre 2017, correspondent essentiellement à des logiciels.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de **13,7 M€** au 31 décembre 2017, sont constituées du matériel informatique, des terrains et constructions ainsi que des agencements de locaux.

³⁵ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), pp. 34-36.

³⁶ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), pp. 36-37.

3.4.2.3. Besoin en Fonds de Roulement (« BFR »)

La Société affiche un BFR positif, équivalent à environ un mois de chiffre d'affaires à fin 2017, niveau stable depuis plusieurs années :

BFR					
K€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17
Clients	69 640	74 043	75 419	77 510	73 221
Fournisseurs et comptes rattachés	(8 761)	(11 220)	(12 764)	(16 205)	(14 466)
BFR d'exploitation	60 879	62 823	62 655	61 305	58 755
Créances sociales et fiscales	5 658	2 596	3 205	4 596	2 966
Dettes fiscales et sociales	(35 556)	(34 596)	(37 563)	(37 236)	(39 720)
Impôts courants	(282)	(2 255)	(1 497)	(1 156)	(871)
BFR social et fiscal	(30 180)	(34 255)	(35 855)	(33 796)	(37 625)
Créances diverses	975	1 113	521	1 264	2 650
Charges constatées d'avance	2 331	2 734	2 831	4 654	4 790
Dettes diverses	(974)	(1 086)	(765)	(1 027)	(2 165)
Produits constatés d'avance	(9 739)	(11 545)	(10 815)	(11 961)	(10 025)
BFR autres	(7 407)	(8 784)	(8 228)	(7 070)	(4 750)
BFR	23 292	19 784	18 572	20 439	16 378
BFR en jours de CA	42	35	30	32	28
% CA	11,6%	9,7%	8,3%	9,0%	7,7%

3.4.2.4. Actifs financiers non courants

Au cours du premier semestre 2017, B&D a cédé ses participations dans les sociétés Altice Média et Teads pour respectivement 662 K€ et 461 K€.

Pour mémoire, les titres de participation et créances rattachées ne représentent plus au 31 décembre 2017 que **0,3 M€** sur un total d'actifs financiers non courants de 2 M€.

3.4.2.5. Crédit d'Impôt Recherche

Depuis 2008, la Société exerce une activité de recherche la rendant éligible au crédit d'impôt recherche (« CIR ») à hauteur d'une enveloppe moyenne annuelle de l'ordre de 4 M€, intégrée dans le résultat du périmètre France. Pour mémoire, le résultat du périmètre France est négatif (-6,8 M€) à fin 2017.

Au 31 décembre 2017, sur un total englobant le CIR et le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (« CICE ») de **16,8 M€**, la Société détient une créance de CIR, au titre des exercices 2013 à 2017, d'un montant de 14,8 M€, en raison de l'impossibilité d'imputer ce crédit d'impôt sur un bénéfice suffisant.

3.4.2.6. Actifs et passifs destinés à être cédés

Dans le cadre du processus d'Acquisition, le Groupe s'était engagé à céder sa participation dans la société Camondo³⁷ pour un prix de 50 K€ (§ 2.3) ; une renonciation à cette condition a été formalisée dans le cadre de l'Avenant n°1.

³⁷ Les actifs et les passifs attachés à Camondo ont été reclassés en application de la norme IFRS 5 au 31 décembre 2017.

3.4.2.7. Provisions pour risques et charges³⁸

Au 31 décembre 2017, les provisions pour risques et charges, d'un montant de **7,4 M€**, sont constituées notamment³⁹ :

- des provisions pour litiges de nature prud'homale (2 M€) ;
- des provisions relatives aux engagements de retraite et avantages au personnel (1,9 M€) ; et
- des provisions pour charges sociales (1,6 M€).

3.4.2.8. Endettement net⁴⁰

Les emprunts et dettes financières, d'un montant de près de **40,0 M€** au 31 décembre 2017, englobent :

- la dette d'affacturage (20,6 M€), représentative de la part des créances non échues cédées au factor et financées par celui-ci ;
- l'endettement relatif aux contrats de crédit-bail et de location-financement (6,2 M€) ;
- un emprunt obligataire à échéance 2018 (3,5 M€) ;
- le préfinancement du CIR (3,4 M€) ;
- des emprunts contractés pour les investissements (2,9 M€) ;
- un crédit syndiqué (2,3 M€) ;
- des concours bancaires (1,0 M€) ;
- des dépôts et cautionnements (0,1 M€).

Après prise en compte de la trésorerie (disponibilités et valeurs mobilières), d'un montant de **9,4 M€** au 31 décembre 2017, l'endettement net comptable ressort à **30,5 M€**.

3.4.2.9. Impôts différés

Les impôts différés actifs nets au 31 décembre 2017, comptabilisés à hauteur de **0,4 M€**, intègrent des actifs d'impôts différés à proportion de 1 M€ au titre des déficits reportables (BD NA PA) et ceux constatés en regard des provisions pour avantages envers le personnel (§ 3.4.2.7). Les déficits reportables, à l'exception de ceux relatifs à BD NA PA, n'ont pas été activés ; ils sont liés aux pertes accumulées par B&D en France et représentent, en base de report déficitaire, un montant total de **41,2 M€**⁴¹ au 31 décembre 2017.

Dans nos travaux de valorisation (§ 4), nous avons tenu compte des déficits reportables non activés en France, qui ont été actualisés au coût du capital jusqu'en 2045, correspondant à la période nécessaire à leur apurement, au regard des prévisions de résultats de la Direction et de notre extrapolation de ces projections, pour les besoins du calcul.

³⁸ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), p. 39.

³⁹ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), Note 13 - annexe aux comptes consolidés du Groupe.

⁴⁰ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), p. 38 et p. 40.

⁴¹ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), Note 5 - annexe aux comptes consolidés du Groupe.

Sur cette base, la valorisation des reports déficitaires s'établit à un total de **3,9 M€**⁴². Ce montant a été porté en majoration dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.

3.4.2.10. Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires inscrits dans les comptes au 31 décembre 2017 à concurrence de **0,1 M€** concernent les participations de tiers dans des filiales⁴³ qui ont été pour la plupart rachetées (ou à l'inverse la participation du Groupe a été cédée) dans le cadre de l'Acquisition (§ 2.3).

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice SWOT, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4).

Forces	Faiblesses
- Expertise reconnue dans les segments de la Business Intelligence, du CRM et du e-commerce - Diversification de la clientèle en termes de taille et de secteur d'activité - Recentrage et simplification des structures (rapprochement des activités "Data" et "Digital" en Ile de France, cession des activités aux Etats-Unis)	- Incertitudes opérationnelles liées aux retards constatés sur le contrat Arizona aux Etats-Unis - Gestion perfectible des compétences en ressources humaines (insuffisance de certaines compétences internes, carence en formation) - Rentabilité opérationnelle conditionnée par le dispositif de Crédit Impôt Recherche (CIR) - Gouvernance fragilisée suite au décès du fondateur
Opportunités	Menaces
- Croissance dynamique du marché du conseil et des services informatiques - Mutation des entreprises en matière digitale - Relais de croissance à l'international - Meilleure visibilité au sein des Grands Comptes - Profit des restructurations opérées ces dernières années	- Pression constante sur les prix en raison de l'expansion des services <i>offshore</i> ainsi que de la hausse du nombre de concurrents - Banalisation de certaines prestations de services et directement réalisées en interne par les clients (Life Science) - Risque systémique de réduction du nombre des prestataires informatiques au sein des Grands Comptes

⁴² Intégrant les actifs d'impôts différés déjà comptabilisés (0,6 M€) et l'utilisation des reports déficitaires français (3,3 M€) (§ 4.1.6).

⁴³ Métaphora, SCI Green Mangin, Casmaco, Camondo, BD Latam, BD Tunisie, DSC Tunisie et Hub'Scan.

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables et financières de la Société (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 4.3 à § 4.6).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

B&D établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁴⁴.

4.1.2. Nombre d'actions

En l'absence d'instruments dilutifs, nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été établis en fonction du nombre de titres en circulation (§ 2.4) au 31 décembre 2017⁴⁵, sous déduction des actions auto-détenues⁴⁶, soit un total de **7 882 239** actions :

Nombre d'actions	
31 décembre 2017	
Actions émises	7 882 975
Auto-détention	(736)
Nombre d'actions	7 882 239

4.1.3. Date d'évaluation

L'Action est évaluée sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2017.

La date retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le **5 mai 2017**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération intervenue le 18 mai 2017 après la clôture de la bourse, le cours ayant été suspendu le 8 mai 2017 (§ 4.4).

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.6) et le taux d'actualisation du PMT de l'Offre (§ 4.5.2) ont été déterminés sur la base des données disponibles au **29 mai 2018**.

⁴⁴ Mazars et ADN Paris.

⁴⁵ Sans changement à ce jour.

⁴⁶ La Société nous a indiqué que les quelques actions auto-détenues avaient été annulées au cours de l'année 2018 ; toutefois en l'absence d'éléments justificatifs, nous avons retenu les données issues du [Rapport Financier annuel 2017](#), p 38.

4.1.4. Crédit d'impôt recherche

Comme développé ci-avant (§ 3.4.2.5), le CIR représente une part essentielle du résultat du Groupe en France. Les conditions d'encaissement du CIR ainsi que son niveau à moyen terme s'avérant difficiles à déterminer, la Direction a maintenu dans le PMT de l'Offre les montants historiquement observés⁴⁷.

Le périmètre fiscal français du Groupe étant déficitaire, B&D n'est pas en mesure d'imputer ce crédit d'impôt l'année de sa constatation en produit.

Dans le PMT de l'Offre, la Direction n'a pas tenu compte du décalage entre la comptabilisation du CIR, qui vient majorer son résultat opérationnel, et son encaissement effectif.

Au regard du montant significatif de CIR, tant historique que prévisionnel, en termes de poids relatif dans les résultats opérationnels du Groupe, et en comparaison avec les sociétés comparables du secteur, nous avons procédé aux retraitements suivants :

- en valorisation **intrinsèque** (§ 4.5), nous avons exclu des *cash-flows* d'exploitation prévisionnels le montant annuel de CIR net du produit à recevoir comptabilisé à ce titre⁴⁸, et l'avons porté en majoration du flux de trésorerie de l'année de son remboursement par l'État⁴⁹. Cet ajustement permet en conséquence de neutraliser le montant du CIR, figurant en produit opérationnel dans le PMT de l'Offre, mais qui ne sera pas encaissé au titre de l'exercice concerné compte tenu du niveau du résultat imposable en France, qui s'avère insuffisant pour imputer le CIR sur la période de prévisions dite explicite du PMT de l'Offre ; il n'a en revanche plus lieu d'être pour la détermination de la valeur terminale au-delà de cette période, dans la mesure où les remboursements du CIR sont alors, par construction, réputés perçus chaque année pour un même montant ;
- en valorisation **analogique** (§ 4.6), nous avons actualisé sur une période de 3 ans le montant du CIR prévisionnel non encaissé par la Société (cf. *supra*) et l'avons reclassé dans l'endettement net financier à hauteur de **10 M€**⁵⁰ (§ 4.1.5.2). Cet ajustement vise, d'une part, à neutraliser le poids du CIR dans le résultat opérationnel du PMT de l'Offre (EBIT), agrégat que nous avons estimé le plus pertinent et mobilisé dans cette méthode, étant précisé que le niveau de CIR des entités comparables du secteur est bien moindre que celui de B&D et, d'autre part, à valoriser le Groupe *stand alone*⁵¹.

⁴⁷ Nous avons reconduit ce montant en valeur terminale, de sorte que l'évaluation de l'Action perpétue l'encaissement d'un CIR aux niveaux observés historiquement.

⁴⁸ 3,7 M€ sur l'ensemble de la Période Explicite du PMT de l'Offre (§ 4.5.4.1).

⁴⁹ Nous avons ainsi neutralisé le préfinancement, qui est une modalité de financement non automatique, en valorisation intrinsèque, laquelle est fondée sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, dont le principe exclut la dette dans le calcul de la valeur d'exploitation dégagée par ces flux (§ 4.5.1).

⁵⁰ Soit 1,27 € par action.

⁵¹ En effet, sans ce retraitement, nous n'intégrerions pas la situation fiscale réelle du Groupe en France et prendrions en compte les synergies liées au rapprochement avec l'Initiateur (§ 4.7.1).

4.1.5. Endettement net financier

L'endettement net comptable du Groupe, d'un montant de 30,5 M€ au 31 décembre 2017, est principalement composé d'emprunts à moyen terme et d'emprunts relatifs à des contrats de location financement ou de crédit-bail (§ 3.4.2.8).

Endettement net financier	
M€	déc.-17
Affacturage	20,6
Emprunt CB et location-financement France	6,2
Emprunt obligataire Micado	3,5
Préfinancement CIR	3,5
Emprunts contractés pour les investissements Groupe	2,9
Crédit syndiqué	2,3
Concours bancaires	1,0
Dépôt et cautionnement	0,1
Endettement net financier	40,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(9,4)
Endettement net comptable	30,5

4.1.5.1. Endettement net financier en valorisation intrinsèque

L'endettement net financier de 23,3 M€ que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque (§ 4.5) correspond à l'endettement net comptable de 30,5 M€ mentionné *supra* (§ 3.4.2.8) ajusté :

- de la créance de CIR au titre des exercices 2014⁵² à 2017 pour un montant de 13,5 M€ au 31 décembre 2017, actualisé au coût de préfinancement du CIR en postulant un remboursement à l'issue d'une période de trois ans après sa déclaration ;
- de la créance de CICE au titre des exercices 2014 à 2017 pour un montant de 1,9 M€ au 31 décembre 2017, actualisé au coût de préfinancement du CICE ;
- des déficits reportables de la filiale américaine B&D NA PA⁵³ (0,6 M€) ;
- de la trésorerie à recevoir relative à la cession au cours du second semestre 2017 de 50,12% du capital de la société B&D Limited au Royaume-Uni (0,6 M€) ;
- des titres de participation, non nécessaires à l'activité, retenus pour leur valeur comptable en actifs non courants (0,3 M€) ;
- des provisions pour risques et charges, dont notamment les provisions pour retraite, nettes des impôts différés (7,1 M€⁵⁴) ;
- du rachat des actions détenues par la *manager* locale en Tunisie (1,9 M€) (§ 2.3) ;
- des intérêts minoritaires par référence au périmètre *post* Acquisition (0,6 M€) ;
- du rachat d'autres minoritaires intervenu en 2018 (pour mémoire).

⁵² Le remboursement de la créance de CIR au titre de l'exercice 2013 est à percevoir sur l'année 2018.

⁵³ En outre, nous avons tenu compte, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, des déficits reportables non activés en France qui ont été actualisés au coût du capital jusqu'en 2045 (§ 3.4.2.9).

⁵⁴ Provisions pour retraite nettes d'impôt différé actif : 1,5 M€ + autres provisions : 5,6 M€.

Endettement net financier - intrinsèque	
M€	déc.-17
Endettement net comptable	30,5
Créances de CIR	(13,5)
Créances de CICE	(1,9)
Déficits reportables B&D NAPA	(0,6)
Cash à recevoir sur la cession de B&D UK Ltd	(0,6)
Actifs financiers non courants	(0,3)
Autres provisions	5,6
Rachat des minoritaires en Tunisie	1,9
Provisions pour retraite nettes des IDA	1,5
Intérêts minoritaires au périmètre post Acquisition	0,6
Rachat d'autres minoritaires et cessions	0,0
Endettement net financier - DCF	23,3

4.1.5.2. Endettement net financier en valorisation analogique

En cohérence avec nos bases de données⁵⁵, nous retenons l'endettement net comptable de du Groupe au 31 décembre 2017 (§ 3.4.2.8), pour la valorisation analogique de l'Action (§ 4.6) en l'ajustant notamment :

- des créances de CIR et de CICE ;
- du montant actualisé du CIR prévisionnel (§ 4.1.4) ;
- de la trésorerie à recevoir sur la cession de B&D Limited ;
- des intérêts minoritaires ainsi que du rachat des minoritaires et des cessions intervenus en 2018 ;
- des autres provisions pour charges sur risques fiscaux et charges sociales considérées comme décaissables⁵⁶.

Endettement net financier - analogique	
M€	déc.-17
Endettement net comptable	30,5
Créances de CIR	(13,5)
CIR prévisionnel non encaissé sur 3 ans	10,0
Créances de CICE	(1,9)
Cash à recevoir sur la cession de B&D UK Ltd	(0,6)
Rachat des minoritaires en Tunisie	1,9
Intérêts minoritaires au périmètre post Acquisition	0,6
Rachat d'autres minoritaires et cessions	0,0
Autres provisions sur risques fiscaux et charges sociales	2,9
Endettement net financier - analogique	29,9

⁵⁵ Les bases de données se réfèrent pour les comparables boursiers à la dette comptable issue des documents de référence ou de ce qui en tient lieu *stricto sensu*.

⁵⁶ Les montants ont été ajustés en fonction de ceux effectivement décaissés en 2018 lorsque les décaissements sont intervenus.

4.1.6. Imposition

Au 31 décembre 2017, le taux effectif d'imposition dans les comptes consolidés de B&D ressortait à 34,33%⁵⁷.

Le montant des déficits reportables non activés en France s'élève au 31 décembre 2017 à **41,2 M€** (§ 3.4.2.9). Dans nos travaux de valorisation, nous avons retenu, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, et en l'isolant de l'endettement net financier, un montant de **3,3 M€**⁵⁸ d'économie d'impôt correspondant aux déficits reportables non activés en France actualisés au coût du capital jusqu'en 2045 (§ 3.4.2.9).

4.1.7. Impairment test

Au 31 décembre 2017, les tests d'*impairment* ont été réalisés sur les UGT identifiées en fonction des pays d'implantation du Groupe, hormis la France, la Belgique et la Suisse où les UGT correspondent aux entités juridiques opérationnelles.

Pour l'ensemble des UGT, les données issues des plans d'affaires à moyen terme (5 ans) sous-tendant les tests d'*impairment* ont été actualisées en fonction d'un taux d'actualisation différencié par zone géographique⁵⁹. À l'issue des périodes explicites de prévisions, les valeurs terminales ont été estimées à partir de flux de trésorerie normatifs tablant sur des taux de croissance à l'infini compris entre 1 % et 4 %⁶⁰.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou au hors-bilan à ce jour.

En l'absence d'actifs hors exploitation, du fait de la constitution du Groupe par croissance externe⁶¹ et au regard de l'activité⁶², nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC.

À titre purement indicatif, les comptes publiés font ressortir un ANC de **5,23 €** par Action⁶³ au 31 décembre 2017 (versus **7,03 €** par Action au 31 décembre 2016⁶⁴).

4.2.2. Discounted Dividend Model (DDM)

En l'absence de distribution de dividende, cette méthode n'est pas applicable.

⁵⁷ Versus 122,17% en 2016, principalement en raison de l'annulation d'activation d'impôts différés.

⁵⁸ En sus des 0,6 M€ d'actif d'impôt différé de BD NA PA déjà intégré dans la dette financière nette, soit un total de report déficitaire activé de 3,9 M€ (§ 3.4.2.9).

⁵⁹ Source : [Rapport financier annuel 2017](#), p 35-36. Les taux d'actualisation sont compris entre 6,5 % et 12,2 %.

⁶⁰ Source : [Rapport financier annuel 2017](#) pp.35-36.

⁶¹ Avec la présence de *goodwill* à l'actif des comptes consolidés (§ 3.4.2.1).

⁶² Qui aurait induit dans la réévaluation de l'actif net une estimation de la valeur du fonds de commerce par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, approche que nous avons par ailleurs mise en œuvre (§ 4.5).

⁶³ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 31 décembre 2017 : 41.242 K€ (§ 3.4.2) / 7.882.239 actions hors auto-contrôle (§ 4.1.2).

⁶⁴ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 31 décembre 2016 : 55.416 K€ (§ 3.4.2) / 7.882.239 actions hors auto-contrôle (§ 4.1.2).

4.2.3. Valorisation analogique par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables tant externes qu'internes ne peut être mise en œuvre de façon satisfaisante dans la mesure où :

- les multiples de chiffres d'affaires ne sont pas pertinents en raison de la prise en compte d'un critère exclusivement fondé sur le volume d'activité, alors même que les sociétés du secteur présentent des niveaux de rentabilité non homogènes entre eux et par rapport à ceux observés sur la Société ;
- les multiples de rentabilité d'exploitation (EBIT) sont inopérants compte-tenu du résultat opérationnel négatif dégagé par B&D en 2017, auquel ces multiples seraient susceptibles de s'appliquer (§ 3.4.1).

À titre illustratif, nous avons néanmoins calculé la valeur de marché théorique de l'Action pour un investisseur, par application du multiple actualisé d'EBIT⁶⁵ à l'agrégat de l'année 2018 estimé dans le PMT de l'Offre.

4.2.3.1. Transactions externes au Groupe

Nous avons analysé les transactions opérées depuis 2014 sur des sociétés orientées dans le conseil et le développement digital, présentées en **Annexe 7**.

En suivant la méthode exposée *supra* à titre illustratif, l'application des multiples actualisés médians à l'EBIT 2018 estimé de B&D⁶⁶ fait ressortir une valeur de l'Action de 7,50 € qui s'inscrit dans le haut des fourchettes de valorisation analogique (§ 4.6).

Nous notons, par ailleurs, qu'à la différence de B&D, l'ensemble des sociétés de notre panel de transactions externes présentent des rentabilités positives⁶⁷.

4.2.3.2. Transactions internes au Groupe

Cette méthode consiste à valoriser le Groupe par référence aux opérations qu'il a initiées récemment :

- parmi les transactions les plus récentes au sein du Groupe, nous avons retenu, à titre de recoupement, les cessions les plus significatives, relatives aux activités d'ERP aux États-Unis et à celles de B&D UK Ltd⁶⁸. La valorisation de l'Action par référence au multiple d'EBIT extériorisé par ces cessions conduit à une valeur inférieure au Prix d'Offre ;
- les opérations de cession ou de rachat de participations associées aux Accords et Opérations Connexes (§ 7) n'ont pas été retenues dans les transactions comparables, car elles concernent des sociétés spécifiques de taille notoirement inférieure à B&D ;
- le rachat par B&D à Mme Neila Benzina de ses participations⁶⁹ dans B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale (§ 2.3) implique des multiples de valorisation élevés liés à la volonté

⁶⁵ À l'inverse de ce qui trouverait théoriquement à s'appliquer, nous n'avons pas actualisé les multiples transactionnels, ce qui maximise les résultats obtenus.

⁶⁶ Nous précisons que les estimations de rentabilité relatives aux années 2018 et 2019, tout comme celles du PMT de l'Offre pris dans son ensemble, sont volontaristes (§ 4.5.2) et que, dès lors, n'ayant pas modélisé de risque d'exécution des prévisions dans la valorisation par les transactions externes au Groupe, les résultats obtenus par cette méthode peuvent être positionnés dans le haut de fourchette de valorisation analogique.

⁶⁷ Marges d'EBIT comprises entre 3,4 % et 9,3 %.

⁶⁸ Cessions intervenues respectivement en 2016 et 2017.

⁶⁹ Respectivement 10 % et 72 %.

de l'Initiateur de s'assurer de la maîtrise opérationnelle et financière effective des entités tunisiennes dans une volonté stratégique d'accélération du déploiement des activités *off-shore*.

4.3. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de la Cession du Bloc

Préalablement à l'Offre, l'Initiateur a procédé, le 5 juin 2018, à l'Acquisition hors marché, auprès des actionnaires majoritaires de B&D, d'un ensemble d'actions formant un bloc de contrôle de 59,10 % du capital de la Société ; les 4,88 % du capital de la Société restants seront acquis ultérieurement par NRS dès la clôture des procédures de succession, portant *in fine* la participation de l'Initiateur à 63,97% du capital de la Société (§ 2.3).

Cette transaction sur une participation majoritaire, au prix de 7,70 € par Action, est une référence incontournable pour l'appréciation du Prix d'Offre.

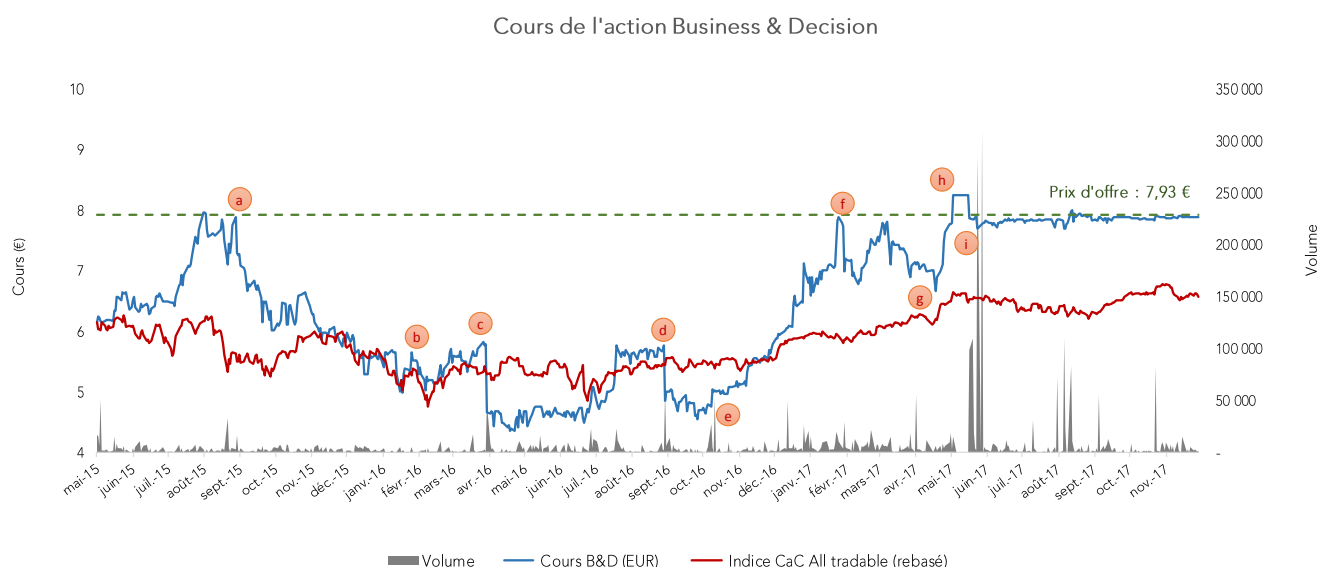
Dans notre analyse de l'Opération, nous avons analysé les Accords et Opérations Connexes (§ 7), afin de vérifier que leurs caractéristiques ne sont pas de nature à léser les actionnaires de la Société.

4.4. Référence au cours de bourse

La référence à la valeur boursière de l'Action est uniquement abordée sous l'angle de l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes, dans la mesure où, en l'absence de suivi du titre par les analystes, la référence aux cours de bourse cibles n'est pas applicable.

Introduite en bourse en 2001 au prix de 13,60 €, l'Action est cotée sur le marché NYSE Euronext (§ 3.3).

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution du cours de l'Action par rapport à l'indice CaC All Tradable observée sur les deux dernières années précédant l'Opération, à compter de mai 2015 :



	Date	Commentaires
a	31-août-15	Résultat net semestriel en croissance de 48%
b	1-févr.-16	Annonce du décès de Patrick Bensabat
c	31-mars-16	Annonce des résultats de l'année 2015
d	31-août-16	Annonce des résultats du 1er semestre 2016
e	12-oct.-16	Déploiement du plan stratégique B&D 2019
f	31-janv.-17	Annonce du chiffre d'affaires 2016 en progression de 1,5% par rapport à 2015 (+6% en croissance organique)
g	27-avr.-17	Chiffre d'affaires du 1er semestre 2017 en baisse de 7,2% par rapport au 1er semestre 2016 (+1,7% en croissance organique)
h	8-mai-17	Suspension de la cotation le 5 mai 2017 après des rumeurs dans la presse
i	18-mai-17	Orange et Business & Decision entrent en négociation exclusive

Les principales évolutions du cours de l'Action en bourse au cours de la période d'observation sont les suivantes :

- après une progression jusqu'à 7,89 € le 31 août 2015, l'Action accuse une baisse continue au cours du premier semestre 2016 à la suite de l'annonce des résultats 2015 en recul par rapport à ceux attendus, notamment en termes d'activité, baisse par ailleurs associée au questionnement du marché sur la capacité du Groupe à atteindre les objectifs fixés par la Direction ;
- sur le deuxième semestre 2016, le cours de l'Action se redresse tendanciuellement, avec une progression de près de 60% entre le 1^{er} novembre 2016 et le 5 mai 2017⁷⁰ sous l'effet de :
 - l'annonce d'un plan stratégique 2019 salué par le marché, dont les principaux axes consistent, en résumé, en la rationalisation du portefeuille autour du *Data Management* et de l'« expérience client » et le recentrage sur les marchés les plus rentables tels que la France, le Benelux et la Suisse ;
 - l'anticipation d'une reprise du Groupe par un nouvel actionnaire suite au décès de M. Patrick Bensabat et l'ouverture du processus de cession du bloc familial de la Société en novembre 2016.

Le tableau ci-dessous synthétise les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») sur une période de 12 mois décomptée au 5 mai 2017⁷¹, date de la dernière cotation avant l'annonce de l'Opération, étant rappelé que le cours a été suspendu entre le 8 mai et le 18 mai 2017 après des rumeurs relevées dans la presse dès le 5 mai 2017 :

⁷⁰ Respectivement 5,2 € et 8,3 €.

⁷¹ Source : Bloomberg.

Date de référence	5-mai-17
Spot	8,26 €
Moyenne pondérée 1 mois	7,47 €
Moyenne pondérée 3 mois	7,30 €
Moyenne pondérée 6 mois	6,97 €
Moyenne pondérée 12 mois	6,16 €
+ haut 12 mois	8,26 €
+ bas 12 mois	4,43 €
Spot au 4 mai 2017	7,80 €

Ainsi, sur une période de référence d'un an, l'Action a évolué dans une fourchette comprise entre 4,43 € et 8,26 €⁷², les cours moyens pondérés par les volumes sur cette période se situant entre 6,16 € (12 mois) et 7,47 € (1 mois), et le cours spot ressortant à :

- 8,26 € au 5 mai 2017 (plus haut 12 mois) ; et
- 7,80 € au 4 mai 2017, date précédant un article de presse⁷³ annonçant le rachat de la Société⁷⁴.

Le cours correspondant au Prix d'Offre de 7,93 € a été atteint au cours de l'été 2015 puis de nouveau le 5 mai 2017 ; à cette dernière date, il est étroitement lié aux rumeurs de rapprochement de la Société avec Orange qui a conduit, à cette date, à observer un cours spot supérieur au Prix d'Offre.

Le cours a, par la suite, réagi à l'annonce de l'Opération en s'ajustant autour du Prix d'Offre.

Nous constatons une forte volatilité du titre depuis mai 2016 (40 % sur un an) ; sur un flottant représentant 36 % du capital (§ 2.4), près de 50 % des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération :

	5-mai-17
Nombre de titres échangés (12 mois)	1 348 633
Flottant	2 839 872
Rotation du flottant (%)	47,5%
Rotation du flottant (années)	2,1

⁷² Respectivement le 6 mai 2016 et le 5 mai 2017.

⁷³ La Lettre de l'Expansion, 5 mai 2017.

⁷⁴ Pour mémoire, au 4 mai 2017, les moyennes pondérées par les volumes sont de respectivement 7,76 € (1 mois), 7,47 € (3 mois), 7,12 € (6 mois) et 6,34 € (12 mois).

4.5. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

La valeur intrinsèque de B&D et de l'Action a été déterminée au 1^{er} janvier 2018, en actualisant à compter de cette date les flux de trésorerie prévisionnels issus du PMT de l'Offre.

4.5.1. Rappel méthodologique

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

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

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

4.5.2. Taux d'actualisation

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

Le taux d'actualisation a été calculé au 29 mai 2018, en recourant à un beta moyen désendetté de 1,02⁷⁵ déterminé à partir d'un échantillon de sociétés comparables cotées en France évoluant dans le secteur du conseil et des services informatiques⁷⁶, et composant notre panel de comparables boursiers (§ 4.6.1).

Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)⁷⁷ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,6%**⁷⁸ ;
- une prime de risque spécifique de **2%** afin de tenir compte de facteurs inhérents à l'environnement et au modèle économique de B&D, à l'examen du PMT de l'Offre :
 - une amélioration de l'activité en France et aux États-Unis, avec notamment le démarrage du contrat Arizona en 2018 tablant sur une rentabilité positive dès le début du contrat ;

⁷⁵ Beta à 5 ans (source : Bloomberg).

⁷⁶ Neurones, Devoteam, Aubay, Infotel, Groupe Open, Umanis, SQLI.

⁷⁷ Source : Banque de France.

⁷⁸ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 8,4 % (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8 %, induit une prime de marché de 7,6 %.

- un redressement de la rentabilité avec des niveaux de marge d'exploitation (EBIT) à la fin de période de prévisions sensiblement supérieurs à ceux constatés historiquement ;
- le maintien du CIR à son niveau historique, montant que la Direction considère élevé à ce jour ;
- le décalage observé historiquement entre les rentabilités prévues dans les budgets présentés par la Direction et les rentabilités effectives⁷⁹.

Ainsi, nous apprécions ce niveau de prime spécifique au regard de la capacité du Groupe à délivrer la croissance soutenue matérialisée dans le PMT de l'Offre, tant en termes d'activité que de rentabilité au cours des prochaines années. Ces projections justifient, selon nous, une prime additionnelle pour intégrer dans le taux d'actualisation le risque de non-exécution des objectifs fixés dans le PMT de l'Offre, qui apparaissent volontaristes.

En fonction de ces paramètres, le taux d'actualisation ressort à **10,6 %** :

Taux d'actualisation	
Coût du capital	
Taux sans risque	0,8%
Beta de l'actif économique	1,02
Rendement de marché	8,4%
Prime de marché	7,6%
Prime de risque	2,0%
Taux d'actualisation	10,6%

4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée avec un taux de croissance perpétuelle de **1,6 %** à l'horizon de la Période Explicite du PMT de l'Offre (§ 4.5.4.1), en lien avec les prévisions d'inflation à long terme pour la zone Euro⁸⁰.

4.5.4. Plans d'affaires

4.5.4.1. PMT de l'Offre

Le PMT de l'Offre, élaboré par la Direction du Groupe au cours du mois de décembre 2017, puis ajusté en mars 2018 parallèlement à l'approbation des comptes de l'exercice 2017, a été approuvé successivement le 31 janvier 2018 et le 2 mars 2018 par le Conseil d'Administration.

Il s'étend sur la période de prévisions comprise entre 2018 et 2020 (« la Période Explicite ») et distingue les activités par zones géographiques, présentant des caractéristiques différentes en termes d'activité, de développement, de rentabilité et de croissance.

⁷⁹ Nous avons en effet observé un décalage marqué à la baisse entre les réalisations et les prévisions des dernières années.

⁸⁰ Source : FMI. « Perspective de l'économie mondiale », avril 2018. Nous avons privilégié la zone euros du fait de la structure du chiffre d'affaires (§ 3.2).

Le PMT de l'Offre est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une augmentation du chiffre d'affaires de l'ordre de 18 %⁸¹ sur la période 2017-2020 justifiée par :
 - un retour à l'équilibre de l'activité en Ile-de-France associé à une croissance de l'activité en régions ;
 - une politique de recrutement soutenue en Belgique pour l'activité *Business Intelligence* ;
 - un développement des activités américaines grâce au démarrage du contrat Arizona prévu pour juillet 2018 ;
- un niveau d'EBIT, avant coûts de restructuration, à horizon 2020⁸² majoré de 3,9 points par rapport à l'exercice 2017, en proportion du chiffre d'affaires. Ce taux est présenté en progression par rapport à l'historique du fait de l'anticipation d'une amélioration :
 - du niveau de facturation des consultants associé à une baisse du recours à la sous-traitance ; et
 - de l'organisation des fonctions support.

Nous considérons que les hypothèses du PMT de l'Offre et les aléas d'exécution au regard de la non réalisation des budgets historiques confèrent à ces prévisions un caractère volontariste avec des niveaux de rentabilité anticipés à l'horizon de la Période Explicite en-deçà de ceux atteints historiquement par B&D.

Nous avons ajusté le PMT de l'Offre pour obtenir un *cash-flow* d'exploitation tenant compte des décalages de trésorerie liés aux différents crédits d'impôts :

- nous avons corrigé le *cash-flow* d'exploitation d'un montant annuel de CIR net de provision sur la Période Explicite, pour tenir compte du décalage d'encaissement (§ 4.1.4) ;
- nous avons considéré que le préfinancement du CICE, assuré par BPI France, perdurerait jusqu'en 2018, dernière année au titre de laquelle le CICE s'appliquera. En effet, à compter de 2019⁸³, le CICE sera remplacé par un allègement de cotisations patronales d'assurance maladie à effet immédiat ne nécessitant par conséquent plus de préfinancement. Ainsi, nous avons minoré le *cash-flow* d'exploitation sur la Période Explicite du coût de financement associé à la part du CICE préfinancé au titre des exercices antérieurs à 2019 et du montant de la part du CICE non préfinancé au titre de l'exercice 2018.

La valeur terminale calculée en fin de Période Explicite résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé⁸⁴ considéré comme récurrent après une période de croissance très soutenue et ;
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

⁸¹ Comparé à une évolution du chiffre d'affaires de l'ordre de 3 % sur la période 2014-2017.

⁸² Le taux d'EBIT constaté à l'horizon 2020 n'a jamais été atteint historiquement sur la période 2014-2017.

⁸³ Loi de finances et loi de financement de la Sécurité Sociale 2018.

⁸⁴ Fiscalisation au taux de droit commun sur l'ensemble des entités du Groupe et prise en compte de la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) pour la France.

Pour les besoins du calcul de la valeur terminale, nous avons retenu un taux de marge d'EBIT moyen sur la période 2018-2020 de **4,0%**, permettant de prendre en compte le caractère cyclique de l'activité et du niveau de rentabilité de la Société.

Par ailleurs, nous avons également simulé, dans nos analyses de sensibilité de la valeur de l'Action, l'incidence d'un taux de marge d'EBIT à horizon 2020 de 4,6 %, qui représente un haut de fourchette (§ 4.5.5).

4.5.4.2. PMT de la Cession du Bloc

Préalablement au processus d'Acquisition du Bloc détenu par la succession Bensabat, la Direction avait élaboré un plan prévisionnel à moyen terme que nous avons également exploité.

Ce PMT de la Cession du Bloc, en date du premier semestre 2016 et s'étendant de 2016 à 2020, reposait sur des hypothèses plus volontaristes que celles retenues dans le PMT de l'Offre en termes de :

- croissance de chiffre d'affaires, justifiée par une progression importante de l'activité *Life Sciences* au Benelux et un développement soutenu des activités de *Business Intelligence* à New York, ainsi que le démarrage du contrat Arizona aux États-Unis dès juillet 2017 ;
- niveau d'EBIT, tant en valeur qu'en proportion du chiffre d'affaires, sous l'effet de la progression de l'activité.

En comparaison des niveaux de rentabilité constatés en 2016 et 2017, le PMT de la Cession du Bloc fait ressortir des niveaux d'EBIT très largement supérieurs, notamment sur 2017.

Ces constats nous conduisent à exclure les résultats issus de l'exploitation du PMT de la Cession du Bloc de l'évaluation de l'Action.

Pour autant, à titre d'information, et sans que ces valeurs puissent être retenues, nous avons :

- modélisé une évaluation à partir du PMT de la Cession du Bloc que nous avons au préalable retraité des cessions à réaliser, notamment de B&D UK Limited⁸⁵ et Camondo Consulting dans le cadre de l'Opération (§ 2.3), ainsi que des éléments de CIR et CICE mentionnés *supra* (§ 4.1.5.1) ;
- limité la période de prévisions à la période 2018-2020 afin d'être en ligne avec la Période Explicite du PMT de l'Offre (§ 4.5.4.1) ;
- appliqué les paramètres de valorisation utilisés pour la valorisation de l'Action au travers du PMT de l'Offre.

Au vu des hypothèses plus volontaristes que celles du PMT de l'Offre, la valeur de l'Action déterminée sur la base du PMT de la Cession du Bloc s'avère légèrement supérieure à celle issue du PMT de l'Offre, sans pour autant remettre en cause le Prix d'Offre.

⁸⁵ Date effective au 31 juillet 2017, Source : [Rapport financier 1^{er} semestre 2017](#), p 8.

4.5.5. Synthèse

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et, sous déduction de la dette nette de 23,3 M€ (§ 4.1.5.1) majorée des déficits reportables actualisés pour un montant de 3,3 M€ (§ 4.1.6), de la valeur des capitaux propres du Groupe ainsi que de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux d'EBIT retenu dans le calcul de la valeur terminale.

> Valeur d'entreprise

Analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise (M€)				
Taux d'EBIT	Taux d'actualisation			
	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
3,3%	50,5	47,4	44,6	42,1
3,5%	54,0	50,7	47,7	45,0
3,7%	59,9	56,1	52,8	49,8
4,0%	65,8	61,6	57,9	54,6
4,2%	71,6	67,1	63,0	59,4
4,5%	77,5	72,5	68,1	64,2
4,6%	80,4	75,2	70,7	66,5

> Valeur des capitaux propres

Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)				
Taux d'EBIT	Taux d'actualisation			
	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
3,3%	30,7	27,4	24,4	21,8
3,5%	34,2	30,7	27,5	24,7
3,7%	40,0	36,1	32,6	29,5
4,0%	45,9	41,6	37,8	34,3
4,2%	51,8	47,1	42,9	39,1
4,5%	57,6	52,5	48,0	43,9
4,6%	60,5	55,2	50,5	46,3

> Valeur de l'Action

Analyse de sensibilité de la valeur de l'action (€)				
Taux d'EBIT	Taux d'actualisation			
	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
3,3%	3,89	3,47	3,10	2,77
3,5%	4,34	3,89	3,49	3,13
3,7%	5,08	4,58	4,14	3,74
4,0%	5,82	5,28	4,79	4,35
4,2%	6,57	5,97	5,44	4,96
4,5%	7,31	6,67	6,09	5,57
4,6%	7,68	7,01	6,41	5,87

Au vu de cette analyse de sensibilité, axée sur un taux d'EBIT de 4% en valeur terminale, la valeur de l'Action ressort dans une fourchette de 4,35 € à 5,28 €.

En retenant un taux de marge d'EBIT en valeur terminale équivalent à celui anticipé par la Direction à horizon 2020, de l'ordre de 4,6 %, la valeur de l'Action ressort à 7,01 €, ce qui constitue un haut de fourchette.

A contrario, en retenant un taux de marge d'EBIT en valeur terminale équivalent à celui anticipé par la Direction en 2018, la valeur de l'Action ressort à 3,47 €.

Ces tableaux mettent en évidence la sensibilité importante de la valeur de l'Action aux paramètres d'évaluation, et notamment à l'appréciation des hypothèses du PMT de l'Offre. Cette situation est à mettre en relation avec les trajectoires d'activité et de rentabilité matérialisées dans le PMT de l'Offre.

4.6. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples de résultat d'exploitation (EBIT), agrégat usuellement utilisé dans le secteur.

4.6.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

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

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées en France évoluant dans le secteur du conseil et des services informatiques.

Pour mémoire, les sociétés Keyrus et Micropole, bien que susceptibles d'être comparées à B&D en termes d'activité et de modèle économique, n'ont pas été retenues en raison du faible niveau de leur capitalisation boursière et de l'absence d'estimations issues du consensus⁸⁶.

Notre échantillon de sociétés comparables françaises est détaillé en **Annexes 8 et 9**.

La capitalisation boursière de B&D apparaît largement en deçà de celle des sociétés du panel.

⁸⁶ Consensus Bloomberg.

Société	Capi. 1m (M€) 29-mai-18
Business & Decision	62
Devoteam	782
Neurones	621
Aubay	514
Infotel	375
Groupe Open	303
Umanis	287
SQLI	150
Médiane	339
Moyenne	375

4.6.2. Modalités de calcul des multiples d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, qui n'est pas pertinent pour valoriser la Société, le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ne pouvant trouver à s'appliquer, dans la mesure où B&D affiche une rentabilité en retrait par rapport à celle des autres sociétés du secteur composant l'échantillon de comparables boursiers ;
- d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), les politiques d'amortissement et d'activation des frais de recherche et développement des sociétés comparables étant hétérogènes ;
- de résultat net (PER), qui conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière.

En dépit des différences de profitabilité par rapport à B&D, nous avons retenu dans notre analyse les multiples médians VE/EBIT des années 2018 et 2019 associés à (i) la dette financière nette au 31 décembre 2017 de 29,9 M€ (§ 4.1.5.2) et (ii) la valeur actualisée des déficits fiscaux de 3,3 M€ (§4.1.6), étant rappelé que le résultat opérationnel de B&D est déficitaire en 2017 (§ 3.4.1). L'homogénéité des multiples de l'échantillon fait ressortir une moyenne relativement proche de la médiane.

Pour déterminer les multiples VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- leur capitalisation boursière en moyenne 1 mois⁸⁷ ; l'endettement financier net (ou le cas échéant la trésorerie nette) comptable s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBIT, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes⁸⁸.

⁸⁷ Au 29 mai 2018.

⁸⁸ Consensus Bloomberg.

Les multiples médians de l'échantillon pour les périodes 2018 et 2019 sont les suivants :

Société	2018e	VE/EBIT	
		2018e	2019e
Devoteam	11,0 x	11,4 x	10,2 x
Neurones	8,9 x	10,7 x	10,0 x
Aubay	12,1 x	13,1 x	12,1 x
Infotel	10,7 x	12,0 x	11,2 x
Groupe Open	9,9 x	10,7 x	10,0 x
Umanis	13,1 x	14,6 x	13,0 x
SQLI	9,6 x	11,7 x	9,1 x
Médiane	10,3 x	11,9x	10,6x
Moyenne		12,1x	10,9x

Du fait du caractère volontariste des hypothèses d'exploitation du PMT de l'Offre et des difficultés du Groupe à atteindre ses objectifs de rentabilité au cours des dernières années, nous avons privilégié l'année 2018 ; les hypothèses de rentabilité entre 2018 et 2019 affichent des progressions supérieures à 20 % consécutives à un fort rebond prévu en 2018.

En raison du poids important de l'activité aux États-Unis, notamment au travers du contrat Arizona, nous avons :

- estimé les coûts d'exploitation associés à un décalage d'un semestre dans sa mise en service (report à fin 2018 au lieu de juillet 2018) ;
- retraité le résultat d'exploitation estimé de l'année 2018 afin d'y refléter cet aléa d'exécution.

En complément, nous avons procédé à une analyse de sensibilité sur les capacités du Groupe à réaliser ses prévisions au titre des exercices 2018 et 2019, par symétrie avec le risque d'exécution intégré dans le taux d'actualisation des flux du PMT de l'Offre (§ 4.5.2).

Enfin, pour information⁸⁹, nous avons également valorisé l'Action à partir d'un échantillon de sociétés françaises cotées référentes dans le secteur des prestataires de services informatiques au niveau mondial, auquel nous avons appliqué une décote de taille de 30 %⁹⁰ ; il en ressort une valorisation analogique inférieure à celle présentée en synthèse (§ 4.6.3). Les multiples médians de ce panel alternatif pour les périodes 2018 et 2019 sont présentés ci-après :

⁸⁹ Dans l'éventualité d'un réinvestissement par un actionnaire de B&D dans le secteur des services informatiques.

⁹⁰ Nous nous référons au modèle de Grena dont l'abaque met en rapport la capitalisation boursière de la Société à évaluer et celles des sociétés comparables et en déduit une décote à appliquer par extrapolation linéaire entre chaque palier. Au cas d'espèce, la décote de 30% que nous retenons est cohérente avec le palier observé.

Société	Capi. 1 mois	VE/EBIT	
	29-mai-18	2018e	2019e
Business & Decision	62		
CapGemini	19 448	14,1 x	12,8 x
Atos	11 938	10,0 x	9,1 x
Sopra Steria Group	3 549	12,8 x	11,1 x
GFI Informatique	536	9,2 x	7,7 x
Médiane		11,4x	10,1x
Médiane après décote (30%)		8,0x	7,1x

4.6.3. Synthèse

En privilégiant l'agrégat prévisionnel 2018 de B&D et selon la prise en compte ou non d'un retard opérationnel du contrat Arizona, sous déduction de l'endettement net de 29,9 M€ (§ 4.1.5.2) majoré à hauteur de 3,3 M€ des déficits reportables actualisés (§ 4.1.6), la valeur analogique de l'Action par les comparables boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **6,47 €** et **7,63 €**⁹¹.

L'analyse de sensibilité sur les capacités du Groupe à réaliser ses prévisions au titre des exercices 2018 et 2019⁹² situe la valeur de l'Action dans une fourchette très large comprise entre 4,33 € et 7,63 € sur la base des agrégats 2018 et, entre 5,19 € et 8,86 € sur la base des agrégats 2019 :

- ce haut de fourchette de 8,86 € n'intègre aucun risque de réalisation du PMT de l'Offre et repose sur un scénario cumulant les objectifs volontaristes fixés par le Groupe sans aucun décalage dans leur réalisation, ce qui n'a jamais été constaté dans le passé ;
- ces valeurs reposent sur une amélioration significative de l'EBIT de B&D, alors qu'au regard des estimations des sociétés comparables, le marché anticipe une croissance de chiffre d'affaires et des taux de marge d'EBIT en ligne avec les données historiques ; cette divergence rend peu probante l'application des multiples de l'année 2019 que, dès lors, nous avons écartée.

Ces résultats mettent en évidence la sensibilité importante de la valeur de l'Action aux paramètres d'évaluation, et notamment à l'appréciation du caractère plausible des hypothèses du plan d'affaires, comme souligné précédemment en synthèse de l'évaluation intrinsèque (§ 4.5.5).

⁹¹ Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas tenu compte d'une éventuelle décote de taille qui pourrait s'appliquer, au regard d'une sélection de comparables en moyenne plus importants que le Groupe (§ 4.6.1).

⁹² Probabilités de réalisation des estimations comprises entre 70% et 100%.

4.7. Prise en compte du crédit d'impôt recherche et des effets de synergies

4.7.1. Crédit d'impôt recherche

Le CIR représente une part essentielle du résultat du Groupe en France⁹³.

Du fait de son impact sur les résultats prévisionnels (§ 4.1.4), le produit attendu au titre du CIR représente une part significative de la valeur du Groupe. Malgré la difficulté à l'estimer pour les années à venir, nous n'avons pas intégré d'aléa au titre du CIR dans nos évaluations, afin de maximiser la valorisation de l'Action (§ 5).

Comme détaillé ci-avant (§ 4.1.4), et au regard de la situation déficitaire du Groupe en France, nous avons pris en compte dans nos évaluations l'effet du décalage entre la comptabilisation du produit de CIR et son encaissement effectif, ce qui conforte le caractère autonome de l'évaluation de B&D par rapport à NRS.

Dans le cas où B&D serait intégré fiscalement dans le périmètre de l'Initiateur, celui-ci pourra, si la situation est bénéficiaire au niveau du groupe fiscal, imputer le CIR de B&D l'année même de sa constatation, sans décalage temporel par rapport à son encaissement.

À titre d'information, l'impact sur la valeur de l'Action de la synergie pour l'Initiateur résultant de l'utilisation immédiate de la créance de CIR est de 1,27 €⁹⁴ (§ 4.1.4).

Ceci suppose la prise en compte dans la valorisation du Groupe de la totalité des synergies fiscales dont pourrait bénéficier un acquéreur en disposant de résultats bénéficiaires lui permettant d'imputer directement sur son impôt le CIR, l'année de sa constatation.

4.7.2. Autres effets de synergies

Les discussions avec le management d'Orange, sans que celui-ci nous ait transmis son propre plan d'affaires sur le périmètre du Groupe, nous amènent à considérer que le Prix d'Offre intègre des complémentarités et des synergies attendues de l'entrée de B&D au sein d'Orange, et qui ont été identifiées par nature (commerciale, financière ou fiscale), mais ne nous ont pas été communiquées.

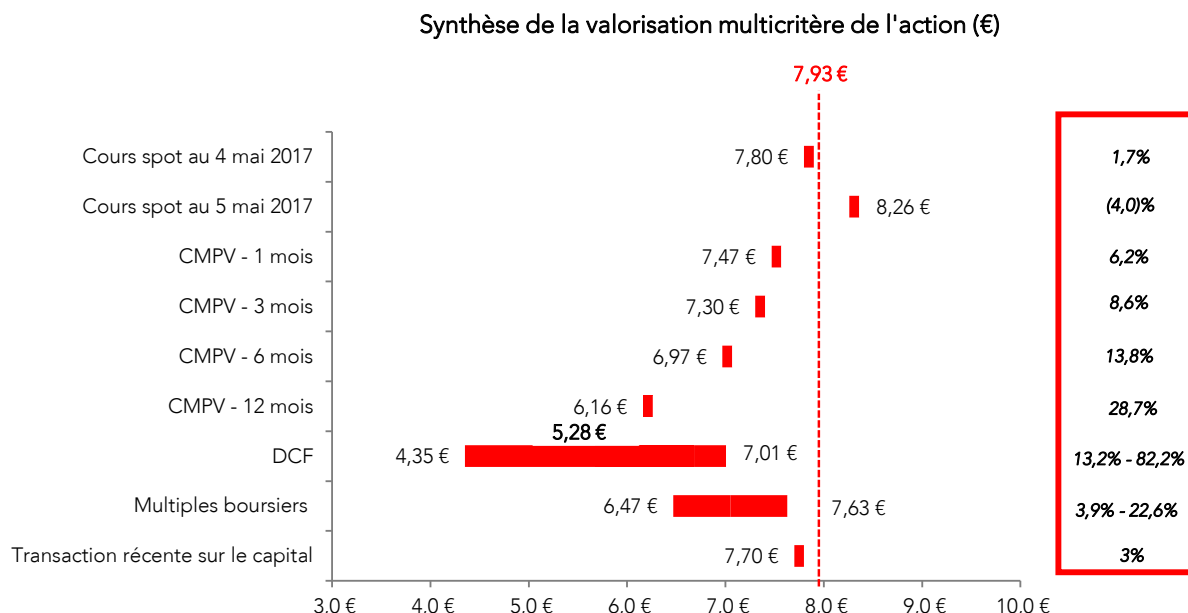
Dès lors, seule l'utilisation immédiate de la créance de CIR a été modélisée (§ 4.7.1), mais aucune estimation n'a pu être réalisée sur les autres effets de synergie liés à l'Opération.

⁹³ En outre, nous notons l'impact significatif du montant de CIR, tant historique que prévisionnel, en poids relatif dans les résultats opérationnels du Groupe, en comparaison avec les sociétés comparables du secteur.

⁹⁴ 10 M€ / 7 882 239 actions (§ 4.1.4).

5. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 7,93 € sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



Le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation :

- il dégage une prime sur l'ensemble des cours moyens pondérés par les volumes au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération ; ces cours reflètent les anticipations d'une reprise du Groupe par un nouvel actionnaire suite au décès du fondateur ;
- le cours spot de 8,26 € au 5 mai 2017, veille de l'annonce de l'Opération, qui a été perturbé par les annonces par voie de presse du rachat de B&D, est pour cette raison moins représentatif de la valorisation de l'Action par le marché que le cours spot de 7,80 € au 4 mai 2017 ;
- l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, même en borne haute à 7,01 €, valorise intrinsèquement l'Action en-deçà du Prix d'Offre ;
- les valeurs analogiques de l'Action par les multiples boursiers se situent dans une fourchette large, dont la borne haute à 7,63 € reste inférieure au Prix d'Offre.

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

- le prix de transaction pour la majorité du capital de la Société résulte d'un processus de mise en concurrence de plusieurs acteurs financiers et industriels, conférant un caractère objectif au Prix de Cession de 7,70 € ;
- la valeur du Groupe repose pour une part significative sur la pérennité du niveau historique de CIR dont bénéficie B&D.

6. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisées par Portzamparc – Groupe BNP Paribas.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles de l'Établissement Présentateur.

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

6.1. Endettement net financier

L'Établissement Présentateur, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, retient un endettement net financier identique en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique.

L'endettement net financier de l'Établissement Présentateur et le nôtre en valorisation intrinsèque se réconcilient comme suit :

Endettement net financier	
M€	déc.-17
Etablissement présentateur	41,5
Créances de CIR	(17,1)
Créances de CICE	(1,9)
Provisions pour retraite nette des IDA	(0,4)
Cash à recevoir sur la cession de B&D UK Ltd	(0,6)
Déficits reportables BD NAPA	(0,6)
Rachat des minoritaires en Tunisie	1,9
Intérêts minoritaires	0,5
Rachat d'autres minoritaires et cessions	0,0
Valorisation intrinsèque - Ledouble	23,3

Les principaux écarts proviennent :

- des créances de CIR :
 - nous retenons les créances de CIR au titre des exercices 2014 à 2017 actualisées au coût de préfinancement du CIR en postulant un remboursement à l'issue d'une période de trois ans suivant l'année de déclaration du CIR pour un montant de 13,5 M€ au 31 décembre 2017 (§ 4.1.5.1) ;
 - l'Établissement Présentateur minore le montant de la trésorerie des cessions déconsolidantes de CIR à concurrence de 3,6 M€, considérant qu'il s'agit d'une source de financement pour la Société ;
- des créances de CICE :
 - nous retenons les créances de CICE au titre des exercices 2014 à 2017 actualisées au coût de préfinancement du CICE pour un montant de 1,9 M€ au 31 décembre 2017 (§ 4.1.5.1) ;

- ces créances de CICE ne sont pas prises en compte par l'Établissement Présentateur ;
- de l'exclusion par l'Établissement Présentateur des impôts différés actifs sur les provisions pour retraite (0,4 M€), du *cash* à recevoir sur la cession de BD UK Ltd (0,6 M€) et des déficits reportables activés pour BD NA PA (0,6 M€) ;
- du rachat des minoritaires en Tunisie pour un montant de 1,9 M€ intervenu en 2018 ;
- du montant des intérêts minoritaires que nous considérons *post* Acquisition, tandis que l'Établissement Présentateur retient les intérêts minoritaires comptabilisés au 31 décembre 2017.

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

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF met en exergue quelques différences méthodologiques :

- l'Établissement Présentateur, qui a prolongé la Période Explicite d'une année, retient, à l'issue de la période d'extrapolation (2021), le niveau de marge d'EBIT atteint en 2020, tandis que nous avons considéré, à la fin de la Période Explicite (2020), une marge d'EBIT moyenne sur 2018-2020, tout en variabilisant le taux de marge de 4 % à 4,6 % dans notre analyse de sensibilité (§ 4.5.5) ;
- en lien avec l'analyse des créances de CIR et de CICE (§ 6.1), nous avons procédé à des retraitements permettant d'obtenir un *cash-flow* d'exploitation tenant compte des décalages de trésorerie liés aux encaissements du CIR et du CICE (§ 4.5.4.1) ;
- l'Établissement Présentateur retient comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC), alors que nous utilisons le coût du capital (CoC) ; le taux d'actualisation de Portzamparc – Groupe BNP Paribas est de 11,5 % versus 10,6 % pour Ledouble ;
- le différentiel de taux de croissance perpétuel est de 0,1 point : 1,5 % pour Portzamparc - Groupe BNP Paribas versus 1,6 % pour Ledouble.

6.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

6.3.1. Composition des échantillons de comparables

L'Établissement Présentateur a retenu un panel de sociétés cotées identique à notre échantillon.

À titre secondaire, nous présentons un panel alternatif de comparables boursiers, constitué de quatre sociétés françaises cotées référentes à l'échelle mondiale dans le secteur des prestataires de services informatiques (Capgemini, Atos, Sopra Steria et GFI Informatique), mais notoirement plus importantes par la taille que B&D, justifiant à ce titre l'application d'une décote de 30% (§ 4.6.2).

Pour mémoire, la méthode de valorisation de l'Action par les comparables boursiers a été retenue à titre seulement indicatif par l'Établissement Présentateur.

6.3.2. Construction des multiples boursiers

Les valorisations de l'Établissement Présentateur sont obtenues à partir des multiples moyens d'EBIT (VE/EBIT) sur les années 2018 et 2019 ; nous avons privilégié, pour notre part, les multiples médians sur l'année 2018, avec une analyse de sensibilité sur les capacités du Groupe à réaliser ses prévisions au titre de 2018 et 2019 (§ 4.6.2).

En outre, les capitalisations boursières ont été appréhendées sur un cours spot au 29 mai 2018 pour l'Établissement Présentateur versus une moyenne 1 mois pour Ledouble.

Au final, la fourchette de valeurs analogiques obtenues par l'Établissement Présentateur diffère de la nôtre, essentiellement par l'effet des éléments de dette financière nette s'intercalant entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

6.4. Référence au cours de bourse

L'Établissement Présentateur analyse le cours de bourse au 4 mai 2017, dernier jour de négociation précédant les rumeurs de rachat de la Société, alors que nous retenons la date du 5 mai 2017 correspondant au dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Opération, tout en indiquant la référence au cours spot du 4 mai 2017, qui n'est pas censé être impacté par ces rumeurs (§ 4.4).

Les écarts constatés sur les cours moyens pondérés par les volumes résultent de ce décalage de dates à partir desquelles ils ont été respectivement décomptés.

6.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Valeur de l'Action (€)	Ledouble			Etablissement Présentateur		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Prix d'Offre			7,93 €			
Cours de bourse (€/action)						
Cours spot au 4 mai 2017		7,80 €			7,80 €	
Cours spot au 5 mai 2017		8,26 €			nc	
CMPV - 20 jours		nc			7,20 €	
CMPV - 30 jours		nc			7,15 €	
CMPV - 1 mois		7,47 €			nc	
CMPV - 60 jours		nc			7,21 €	
CMPV - 3 mois		7,30 €			nc	
CMPV - 6 mois		6,97 €			6,88 €	
CMPV - 12 mois		6,16 €			6,06 €	
DCF	4,35 €	5,28 €	7,01 €	4,83 €	5,35 €	5,93 €
Multiples boursiers	6,47 €		7,63 €	6,55 €	7,35 €	8,15 €
Transaction récente sur le capital		7,70 €			7,70 €	

7. Appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords et Opérations Connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du *corpus* juridique de l'Opération, et par entretiens avec la Direction, les Conseils et des représentants des Actionnaires Cédants et de l'Initiateur :

- Contrat de Cession signé le 25 octobre 2017 comprenant notamment en annexes les projets de documents suivants :
 - accord de négociations exclusives signé le 17 mai 2017 ;
 - accords portant sur le projet de cession du contrôle de B&D SA signés le 1^{er} août 2017 et le 16 octobre 2017 ;
 - accord de cession (sous forme de *Term sheet* engageant) de la participation de B&D dans la société Camondo Consulting à M. Gad Benchimol signé le 9 octobre 2017 (§ 7.2) ;
 - accord de cession (sous forme de *Term sheet* engageant) de la cession des participations de Mme Neila Alya Benzina dans les sociétés B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale à B&D signé le 20 septembre 2017 (§ 7.1 et § 7.2) ;
 - accord de cession (sous forme de *Term sheet* engageant) de la participation détenue par B&D dans la société Hub'Scan Inc à la famille Bensabat (§ 7.2) ;
 - annexe⁹⁵ spécifiant notamment la liste des baux signés entre certaines entités du groupe B&D (§ 7.4) et des intérêts minoritaires dans les sociétés B&D CIS LLC et Metaphora (§ 7.2) ;
- contrat de cession des actions détenues dans Business and Decision Life Science SA dans le cadre de la succession de M. Bensabat signé le 1^{er} juillet 2017 (§ 7.2) ;
- contrat de cession des actions détenues dans B&D Benelux dans le cadre de la succession de M. Bensabat signé le 1^{er} juillet 2017 et son avenant signé le 23 octobre 2017 (§ 7.2) ;
- contrat de cession des actions détenues dans Business and Decision Ltée dans le cadre de la succession de M. Bensabat signé le 31 juillet 2017 (§ 7.2) ;
- protocole d'accord portant sur la cession des participations de Mme Neila Alya Benzina dans les sociétés B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale à B&D signé le 11 avril 2018 (§ 7.1 et § 7.2) ;
- contrat de cession des actions détenues dans Hub'Scan dans le cadre de la succession de M. Bensabat signé le 9 mai 2018 (§ 7.2) ;
- contrat de cession des actions détenues dans Casmaco Ltd dans le cadre de la succession de M. Bensabat signé le 10 mai 2018 (§ 7.2) ;
- contrats de bail signés entre certaines entités du groupe B&D (§ 7.4) ;
- protocole transactionnel entre B&D, B&D Corporate Services et M. Christophe Dumoulin signé le 20 mars 2018 (§ 7.3) ;

⁹⁵ *Permitted Leakage*.

- Avenant n°1 au contrat de vente et d'acquisition d'actions conclu en date du 25 octobre 2017, signé le 10 mai 2018 et comprenant notamment en annexes les documents suivants :
 - requête déposée le 15 mars 2018 en Israël en vue de la nomination d'un administrateur provisoire du patrimoine de Clémentine Chavit (traduction de la requête) ;
 - ordonnance du *Registrar of Inheritance Affairs* israélien en date du 8 avril 2018 (traduction) ;
 - courrier de l'Initiateur en date du 23 avril 2018 ;
 - courriers échangés entre l'Initiateur et les Vendeurs en date des 12 mars 2018, 16 mars 2018, 28 mars 2018, 24 avril 2018, 25 avril 2018, 26 avril 2018, 27 avril 2018, 29 avril 2018, 30 avril 2018 et 2 mai 2018 ;
 - promesses de vente et d'achat relatives aux actions de la société B&D entre Mme Tova Rabinovitsj et NRS signées le 10 mai 2018 ;
 - promesses de vente et d'achat relatives aux actions de la société B&D entre Mme Tova Rabinovitsj, M. Jacob Ben Shushan, M. Mickael Ben Shabat, M. Gabriel Shavit, M. Jeremy Bensabat, M. Elliot Bensabat et NRS signées le 10 mai 2018 ;
 - termes et conditions de la cession de la société New General Company.

7.1. Engagement de cession du contrôle de B&D

Le protocole d'accord conclu entre les Actionnaires Cédants et Orange le 1^{er} août 2017 se réfère au Prix d'Offre de 7,93 € ramené à 7,70 €⁹⁶.

Les Parties reconnaissent en effet qu'un montant de 1 M€ devrait être déduit du prix d'acquisition au *closing*, dans le cadre de l'acquisition par B&D des participations détenues par Mme Neila Alya Benzina dans les sociétés B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale. Ce montant est venu en déduction du prix initial de 7,93 €, ramené à 7,70 € par action après prise en compte d'un décaissement lié à un litige.

Il est également précisé que la somme de 147 504 € devrait être déduite du prix d'acquisition à titre de préjudice lié au contentieux *Accountability IT (US Litigation* dans le Contrat de Cession) lequel faisait l'objet d'une garantie de passif et a été transigé. Par ailleurs, les Actionnaires Cédants se sont engagés à rembourser l'Initiateur un montant de 300 000 €, suite à la signature par B&D d'un accord transactionnel permettant la résolution d'un litige⁹⁷.

En définitive, sur la base de la documentation mise à notre disposition, l'engagement de cession du contrôle de B&D ne présente ni de complément de prix ni de dispositions pouvant directement ou indirectement venir majorer le Prix d'Offre⁹⁸.

⁹⁶ *Reiterative Share Sales Agreement for Business & Decision SA*, 5 juin 2018.

⁹⁷ *Closing agreement relating to the sale of the shares of Business & Decision SA*, 4 juin 2018.

⁹⁸ Il est précisé que le protocole d'accord conclu entre les Actionnaires Cédants et NRS le 25 octobre 2017 prévoyait un complément de prix versé en numéraire aux Actionnaires Cédants si, dans les 6 mois suivant la réalisation de l'Acquisition, NRS lançait l'Offre à un prix par action de la Société supérieur à 7,93 €.

7.2. Accords de cession et d'achat préalables à l'Offre

Préalablement à l'Offre, la famille Bensabat a cédé à B&D plusieurs participations détenues dans certaines entités du Groupe :

- Camasco Ltd à la valeur nominale pour les 10 % détenus par la famille Bensabat⁹⁹ ;
- Hub'Scan Inc. au prix de 1 € pour les 51 % détenus par la famille Bensabat¹⁰⁰ ;
- Business and Decision Life Science SA au prix de 17,28 € par action pour 1 action détenue par la famille Bensabat ;
- Business and Decision Life Luxembourg au prix de 8,05 € par action pour 1 action détenue par la famille Bensabat ;
- Business and Decision Ltée au prix de 250 € pour les 10 % détenus par la famille Bensabat¹⁰¹.

Ces engagements de cession se réfèrent à des prix de transaction spécifiques à chaque entité concernée afin de permettre la cession du contrôle de B&D.

Dans le Contrat de Cession, l'Initiateur formulait le souhait que, préalablement à l'Offre, B&D :

- acquière les intérêts minoritaires ou majoritaires détenus dans certaines entités du Groupe :
 - B&D CIS LLC au prix de 25 K€ pour les 10 % détenus par Mme Ada Sekirin¹⁰² ;
 - B&D Tunisie et B&D Tunisie Locale au prix de 1,96 M€ pour les participations détenues par Mme Neila Benzina ;
 - Metaphora au prix de 0,82 € par action pour les 16 % de capital non détenus ;
- cède la participation détenue dans Camondo Consulting pour un montant de 50 K€, soit 50 € par action ; cette condition suspensive a été réputée satisfaite par NRS en date du 23 avril 2018 ;
- cède la participation¹⁰³ détenue au sein de la société New General Company (« **NGC** ») au profit de la société PB Management ou de toute autre société détenue à plus de 75 % par l'un des vendeurs pour un montant maximum de 175 K€¹⁰⁴.

La taille notoirement inférieure de ces sociétés par rapport à B&D et le pourcentage de capital visé au regard de l'Opération rendent les multiples induits difficilement comparables et pertinents ; aussi, nous n'estimons pas que ces transactions soient susceptibles de remettre en question l'équité du Prix d'Offre.

L'Accord Tunisien implique des multiples de valorisation élevés, liés à la volonté de l'Initiateur de s'assurer la maîtrise opérationnelle et financière effective des entités tunisiennes dans une volonté stratégique d'accélération du déploiement des activités *off-shore*. Les conditions de

⁹⁹ Soit 680 GBP pour 68.000 actions détenues, cédées au prix de 0,01£.

¹⁰⁰ Soit 51 actions détenues.

¹⁰¹ Soit 10 actions.

¹⁰² Les formalités d'enregistrement de cette cession n'ont à cette date pas pu être effectuées et sont en cours de régularisation.

¹⁰³ 1.437 actions représentant 5 % du capital de NGC.

¹⁰⁴ Cette condition suspensive a été rajoutée lors de la signature de l'Avenant n°1.

cette cession se situent dans le haut de fourchette¹⁰⁵ du panel de transactions comparables et s'inscrivent dans un contexte spécifique. Une partie du prix a d'ailleurs été portée en déduction du prix payé à la succession Bensabat pour le rachat du bloc majoritaire. L'Accord Tunisien est ainsi à rapprocher du caractère stratégique de la détention par B&D de la totalité du capital des filiales tunisiennes. Dans ces conditions, nous considérons que l'Accord Tunisien ne peut être retenu pour apprécier l'équité du Prix d'Offre.

7.3. Dispositions spécifiques à M. Christophe Dumoulin

En raison de divergences entre la famille Bensabat et M. Christophe Dumoulin, ce dernier a été révoqué de ses fonctions de Président Directeur Général et de l'ensemble de ses mandats exercés au sein du Groupe en septembre 2017, puis licencié le 4 décembre 2017.

M. Christophe Dumoulin, actionnaire de la Société¹⁰⁶, était initialement partie aux négociations exclusives avec Orange.

Un protocole transactionnel a été signé le 20 mars 2018¹⁰⁷ et le 23 mai 2018, un avenant à ce protocole a été conclu¹⁰⁸.

Nous nous sommes fait confirmer, par entretien, ainsi que par l'obtention d'éléments justificatifs et d'une lettre d'affirmation, qu'aucun complément de prix ne serait accordé à M. Christophe Dumoulin en cas de cession de ses actions.

7.4. Contrats de bail signés entre une entité du Groupe et la famille Bensabat

Certains baux commerciaux et d'habitation¹⁰⁹ ainsi qu'un accord de services ont été contractés entre le Groupe et des entités ayant un lien avec les Actionnaires Cédants.

Nous avons pris connaissance du contenu de ces contrats incluant notamment les modalités financières.

Le contrat de prestations de services conclu entre B&D et B&D Israël a été résilié le 30 novembre 2017.

Après échanges avec la Direction, nous constatons que la plupart des baux ont été résiliés ; tel est le cas :

- des baux conclus entre B&D et respectivement SCI Tovali, SCI MyPlatine et SCI Yversaniort¹¹⁰ ;
- du bail conclu entre B&D North America et Batavus Properties¹¹¹.

¹⁰⁵ Hors retraitement d'une prime de contrôle.

¹⁰⁶ M. Christophe Dumoulin détient, au 31 mai 2018, 35 710 actions, soit 0,45 % du capital et 71 420 des droits de votes, soit 0,40 % des droits de vote de la Société.

¹⁰⁷ Business & Decision, Business & Decision Corporate Services et M. Christophe Dumoulin.

¹⁰⁸ « Si l'Opération ne se réalise pas au plus tard le 7 juin 2018, le présent Protocole Transactionnel sera caduc et les Parties seront libérées de leurs engagements, les obligations de confidentialité prévues au présent Protocole Transactionnel persisteront ».

¹⁰⁹ Ces conventions et engagements réglementés sont présentés dans le rapport spécial des commissaires aux comptes 2016 ([Document de référence 2016](#), pp. 121-123) et 2017 ([Rapport financier annuel 2017](#), pp. 103-104).

¹¹⁰ Respectivement le 31 décembre 2017, le 31 mars 2017 et le 31 janvier 2017.

¹¹¹ Au 30 juin 2017.

Les baux suivants ont été renouvelés contractuellement ou par tacite reconduction :

- baux conclus entre B&D et respectivement SCI Livato et SCI Cornouailles ;
- bail conclu entre B&D Benelux et Saint Lambert Properties ;
- bail conclu entre Eolas et SCI Laseo.

Pour ces baux en vigueur, nous n'avons relevé ni dans le Contrat de Cession, ni dans les baux concernés de disposition susceptible de remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

Par ailleurs, la Société nous a confirmé que la révision en 2017 des loyers était réalisée à partir d'une indexation annuelle, conforme aux pratiques de marché, et/ou des modifications éventuellement apportées au titre de leur renouvellement contractuel.

7.5. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

8. Conclusion

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous retenons que :

- le Prix d'Offre de **7,93 €** extériorise une prime pour chaque critère d'évaluation ;
- les Accords et Opérations Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

En définitive, nous attestons que le Prix d'Offre de l'Action de **7,93 €** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Paris, le 5 juin 2018

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT
Présidente, Associée

Stéphanie GUILLAUMIN
Associée

ANNEXES

> Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble	Annexe 1
> Principales étapes de l'expertise	Annexe 2
> Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble	Annexe 3
> Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
> Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 5
> Liste des expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 6
> Présentation des transactions comparables	Annexe 7
> Performances des comparables boursiers	Annexe 8
> Présentation des comparables boursiers	Annexe 9

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DÉTAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Revue de presse
 - Recherches documentaires
 - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
 - Étude de l'évolution historique du cours de l'Action
- Travaux de valorisation
 - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Constitution d'un panel de sociétés comparables
 - Recherche de transactions comparables
 - Analyse détaillée du PMT de l'Offre et comparaison avec le PMT de la Cession du Bloc
 - Requêtes documentaires
 - Évaluation multicritère de l'Action
- Rapport
 - Réunions et entretiens téléphoniques
 - Rédaction d'une lettre de mission
 - Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation pour B&D
 - Rédaction du rapport d'expertise indépendante
 - Administration et supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant global des honoraires de Ledouble s'établit à 170 000 € hors taxes.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- Novembre 2017
 - Contacts avec les Conseils et l'Établissement Présentateur
 - Recherche et exploitation des informations publiques sur la Cible
 - Présentation des principes et de la structure de l'Opération
 - Requête documentaire
 - Réunion avec la Direction, l'Initiateur, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Décembre 2017
 - Contacts et réunions avec la Direction, l'Initiateur et l'Établissement Présentateur
 - Poursuite de l'exploitation des informations publiques sur la Cible
 - Exploitation des informations comptables et financières du Groupe
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Exploitation de la documentation juridique associée à l'Opération
 - Requête documentaire
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'Action
 - Réception de la version initiale du PMT de l'Offre
 - Constitution d'un panel de comparables boursiers
 - Recherche de transactions comparables
 - Évaluation multicritère de l'Action
- Janvier – Mars 2018
 - Contacts et réunions avec la Direction, l'Initiateur, les Conseils et l'Établissement Présentateur
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration du 2 mars 2018
 - Requête documentaire
 - Examen de la version initiale du PMT de l'Offre
 - Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
 - Revue du projet de rapport de l'Établissement Présentateur
 - Rédaction du projet de Rapport

> Avril – 5 juin 2018

- Contacts et réunions avec la Direction, l'Initiateur, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Rédaction de la lettre de mission
- Requête documentaire complémentaire
- Exploitation des informations comptables et financières du Groupe
- Examen de la version finale du PMT de l'Offre
- Évaluation multicritère de l'Action
- Revue du rapport de l'Établissement Présentateur
- Prise de connaissance du projet de note d'information de l'Initiateur
- Prise de connaissance du projet de note d'information en réponse de la Cible
- Rédaction de la lettre d'affirmation
- Levée des points en suspens
- Finalisation du Rapport en vue du dépôt du projet d'Offre

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

> Société

B&D

- Jean-Louis Didier Président directeur général
- Serge Dubrana Direction opérationnelle
- Emmanuelle Billard Directeur financier
- André Pasqual Consultant externe
- Jean Faget Responsable Crédit Impôt Recherche
- Jérôme Ulmer Contrôleur international
- Séverine Zerbib Directrice juridique et des affaires sociales

> Initiateur

Orange

- Mathieu Cordier Directeur adjoint, Directeur des fusions - acquisitions
- Vincent Lespine Financing & Treasury
- Silvain Fock-Yee Fusions - acquisitions
- Charles Brisbois Directeur Financier – *Orange Applications For Business*

> Conseils et Établissement Présentateur

AP Management

- Pierre-Yves Dargaud Conseil financier de la famille Bensabat

Portzamparc – Groupe BNP Paribas

- Stanislas Jannet Director – Corporate Finance
- Hortense Vourch VP Corporate Finance

Messier Maris & Associés

- Driss Mernissi Managing Director
- Alejandra Duran Gil Senior Analyst

De Pardieu Brocas Maffei

- Patrick Jais Avocat – *Corporate M&A*
- Delphine Vidalenc Avocat - *Corporate M&A*
- Sandra Aloui Avocat - *Corporate M&A*

Hoche

- Laurent Bensaïd Avocat

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Corpus juridique de l'Opération détaillé dans le Rapport (§ 7)
- Procès-verbal du Conseil d'administration du 2 mars 2018¹¹²
- Projet de note d'information de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions B&D initiée par Network Related Services présentée par Portzamparc – BNP Paribas
- Projet de note d'information en réponse de la société B&D relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions B&D initiée par Network Related Services présentée par Portzamparc – BNP Paribas

Informations financières

- Rapport de valorisation de Messier Maris & Associés
- Vendor Due Diligence des Conseils

➤ Documentation juridique

- Répartition du capital social et des droits de vote
- Extrait Kbis de B&D (30 novembre 2017) et de NRS (28 février 2018)
- Statuts de B&D (30 juin 2009) et de NRS (15 mai 2017)
- État de l'actionnariat et des droits de vote (31 décembre 2017 et 28 février 2018)
- État des privilèges et des nantissements (31 mars 2018)
- Recensement des principaux litiges (5 avril 2018)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2016 à 2018)
- Procès-verbaux d'Assemblées Générales (2016 à 2017)

➤ Documentation comptable et financière

Informations historiques

- Documents de référence (2013 à 2017)
- Rapport financier annuel 2017
- Rapport financier semestriel 2017
- Informations financières relatives aux filiales de la société B&D

¹¹² Désignation de l'expert indépendant.

Informations prévisionnelles

- PMT de la Cession du Bloc
 - PMT de l'Offre élaboré en décembre 2017 et présenté au Conseil d'Administration du 31 janvier 2018
 - PMT de l'Offre ajusté en mars 2018 et présenté au Conseil d'Administration du 2 mars 2018
 - Autres informations associées au PMT de l'Offre
- Bases de données
- Bloomberg
 - Capital IQ
 - Xerfi 7000
- Références bibliographiques

Sites d'informations des comparables¹¹³

- Atos. [En ligne], <https://atos.net/fr/investisseurs>
- Aubay. [En ligne], <https://www.aubay.com/index.php/investisseurs/>
- Capgemini. [En ligne], <https://investisseurs.capgemini.com/>
- Devoteam. [En ligne], <https://www.devoteam.com/investors/governance/>
- GFI. [En ligne], <https://www.gfi.world/fr/finance>
- Groupe Open. [En ligne], <https://finance.open.global/fr/documents/rapports-annuels>
- Infotel. [En ligne], <https://www.infotel.com/espace-finances/>
- Neurones. [En ligne], <https://www.neurones.net/fr/informations-reglementees>
- Sopra Steria. [En ligne], <https://www.soprasteria.com/investisseurs>
- SQLI. [En ligne], <http://www.sqli.com/Accueil/Investisseurs>
- Umanis. [En ligne], <https://www.umanis.com/documents-financiers/>

Autres sites d'informations

- AMF. [En ligne], <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr/>
- B&D. [En ligne], [www.businessdecision.fr](http://www.businessdecision.fr;); <https://fr.group.businessdecision.com/>
- Legifrance. [En ligne], <https://www.legifrance.gouv.fr/>

¹¹³ Espaces Investisseurs.

Études

- FMI (2018). « World Economic Outlook Database », avril
- Gartner (2017). « Market Guide for MDM External Service Providers », mars
- Gartner (2016). « The Gartner CRM Vendor Guide »
- Gartner (2016). « Magic Quadrant for CRM and Customer Experience Implementation Services, Worldwide », décembre
- Gartner (2016). « Critical Capabilities for CRM and Customer Experience Implementation Service Providers », mai
- Gartner (2015). « Hype Cycle of Application Services », juillet
- Xerfi (2017). « Les services numériques », décembre et août

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2018 figurent en **annexe 6**.

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

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation sur des opérations publiques ou privées

Stéphanie GUILLAUMIN, Associée

- Toulouse Business School Grande École (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation sur des opérations publiques ou privées

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Apolline BRILLAND, Analyste

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

Alexandre LAGARRIGUE de MEILLAC, Analyste

- EDHEC – Master Grande École, spécialisé en Finance d'Entreprise

--

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

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

- Diplômé d'expertise comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président d'honneur de la Fédération Française des Experts en Évaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE (2013 - 2018)

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	A2m icile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche bank
2017	Etam Développement	Natixis et Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystem s	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klém urs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 du règlement

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

ANNEXE 7 : TRANSACTIONS COMPARABLES¹¹⁴

Date	Acquéreur	Cible	VE / EBIT
21/08/2017	CGI Nordic Investments Limited	Affecto Oyj	13,8x
29/11/2016	Indra Sistemas, S.A.	Tecnocom Telecomunicaciones y Energía, S.A.	17,0x
15/09/2016	Accenture plc	Octo Technology Société Anonyme	18,8x
20/06/2016	Randstad France SA	Ausy SA	8,5x
22/04/2016	Apax Partners LLP; Apax VIII, L.P.; Neuberger Berman Group LLC; NB Renaissance	Engineering Ingegneria Informatica S.p.A.	9,4x
22/11/2015	Mannai Corporation Q.P.S.C.	GFI Informatique SA	8,9x
21/05/2015	Daisy Intermediate Holdings Limited	Phoenix IT Group Ltd. (nka:Daisy IT Group Limited)	10,2x
08/12/2014	Apax Partners LLP; Apax VIII, L.P.	EVERY ASA (nka:EVERY AS)	8,3x
23/05/2014	Atos SE	Bull Société Anonyme	7,4x
08/04/2014	Sopra Group (nka:Sopra Steria Group)	Groupe Steria SCA	7,5x
Médiane			9,1x
Moyenne			11,0x

¹¹⁴ Source : Capital IQ.

ANNEXE 8 : PERFORMANCES DES COMPARABLES BOURSIERS

Société	Croissance du CA		% EBITDA		% EBIT	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Devoteam	16,5%	9,6%	10,8%	11,0%	10,3%	10,6%
Neurones	5,2%	6,9%	11,2%	11,1%	9,3%	9,3%
Aubay	12,4%	5,9%	10,8%	11,1%	10,0%	10,2%
Infotel	9,5%	7,9%	12,7%	12,8%	11,3%	11,2%
Groupe Open	6,6%	5,4%	8,9%	9,1%	8,2%	8,4%
Umanis	15,8%	6,3%	10,4%	10,3%	9,4%	9,9%
SQLI	13,2%	5,0%	7,6%	8,5%	6,3%	7,6%
Médiane	10,9%	6,1%	10,6%	10,7%	9,3%	9,6%
Moyenne	10,5%	6,2%	10,3%	10,5%	9,1%	9,4%

ANNEXE 9 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS¹¹⁵

9.1 Devoteam

Présentation

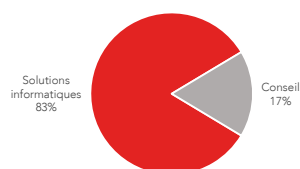
- Devoteam est une entreprise des services du numérique française spécialisée dans le conseil en IT, sécurité, *cloud computing* et *Big Data*.
- L'activité du groupe s'organise autour de deux pôles que sont les prestations d'ingénierie (intégration de systèmes ou maîtrise d'œuvre d'applications) et les prestations de conseil.
- Le groupe est présent en France et dans 17 autres pays avec ses 5000 professionnels.

Actionnariat

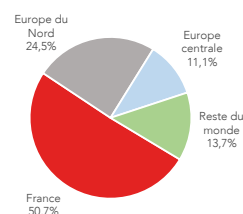
Devoteam	
	%
Famille Bentzmann	20%
Lazard	7%
Allianz	6%
Tabag	6%
Devoteam	5%
Amiral Gestion	5%
Sycomore	4%
Autres (<3%)	47%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2016 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique



9.2 Neurones

Présentation

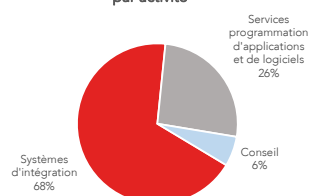
- Neurones est un groupe français de conseil (management, organisation et digital) et de services informatiques.
- Les activités du groupe, mises en œuvre par des entités spécialisées par métiers, sont regroupées en trois pôles que sont les services d'infrastructures, les services applicatifs et le conseil.
- Le groupe emploie plus de 5000 personnes principalement en France et se développe à l'international par la création de centres de services et en s'appuyant sur un large réseau.

Actionnariat

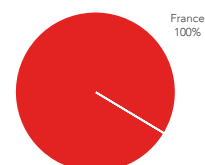
Neurones	
	%
Host Sarl	46%
De Chamard Luc	20%
Ducurtil Bertrand	3%
Autres (<3%)	31%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique



¹¹⁵ Source : Bloomberg et Documents de référence des sociétés 2016 (dans le cas où les données ne sont plus disponibles en 2017) et 2017.

9.3 Aubay

Présentation

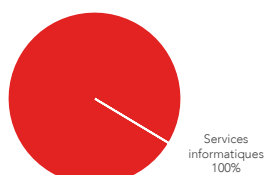
- Aubay est une société française des services du numérique.
- Son activité se déploie autour des prestations de conseil technologique, d'ingénierie, de maintenance et d'infogérance.
- Aubay intervient uniquement auprès des grands comptes et s'est tout particulièrement imposé sur le marché de la banque et de l'assurance.
- Le groupe emploie plus de 5700 personnes dans 7 pays européens.

Actionnariat

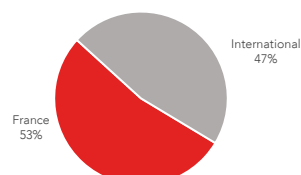
Aubay	
	%
Management	39%
Famille Aubert	12%
Didier Lalanne	4%
Autres (<3%)	46%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique



9.4 Infotel

Présentation

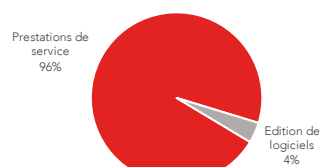
- Infotel est une société française de services informatiques.
- Son activité s'organise autour de deux pôles de compétence : les prestations de services comme les prestations de conseil ou l'intégration de systèmes d'informations et l'édition de logiciels.
- Le groupe emploie près de 2000 personnes en France et à l'étranger.

Actionnariat

Infotel	
	%
Bernard Connes-Lafforet	32%
Michel Koutchouk	6%
Autres (<3%)	62%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique



9.5 Groupe Open

Présentation

- Groupe Open est un groupe français spécialisé dans les services du numérique qui conçoit, produit et installe des systèmes d'information de sociétés.
- L'entreprise exerce ses trois métiers que sont le conseil, l'application services et l'infrastructure services principalement en France et en Europe.
- Le groupe emploie 3650 personnes.

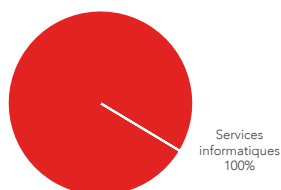
Actionnariat

Groupe Open

	%
Frederic Sebag	14%
Laurent Sadoun	12%
Sycomore	6%
Myria	4%
SC Double Impact	4%
Financière de l'Echiquier	4%
Autres (<4%)	55%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2017
par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017
par zone géographique



9.6 Umanis

Présentation

- Umanis est une entreprise des services du numérique et fait partie des leaders en France en Data, Business Solutions et Digital.
- Sa principale activité concerne les prestations de conseil et d'ingénierie.
- Le groupe emploie 2600 personnes principalement en France.

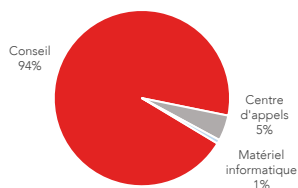
Actionnariat

Umanis

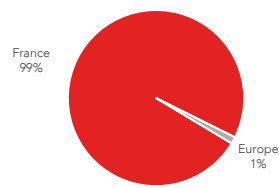
	%
Laurent Piepszownik	39%
Société civile LP	32%
Olivier Pouligny	24%
Autres (<3%)	6%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2017
par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017
par zone géographique



9.7 SQLI

Présentation

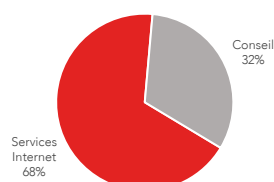
- SQLI est une entreprise française spécialisée dans le développement de technologies Internet.
- L'activité du groupe tourne principalement autour de la conception et l'intégration de technologies Internet ainsi que des prestations de conseil.
- Le groupe est présent dans 12 pays avec près de 2400 employés.

Actionnariat

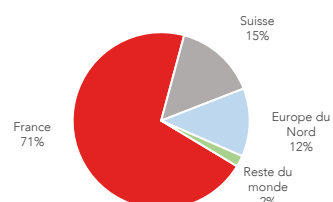
SQLI	%
Roland Fitoussi	12%
Financière Arbevel	8%
Otus Capital	6%
Sycomore	5%
BFT Investment Managers	5%
Autres (<4%)	65%

Répartition du chiffre d'affaires

Ventilation du chiffre d'affaires 2016
par activité



Ventilation du chiffre d'affaires 2017
par zone géographique



10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (<https://fr.group.businessdecision.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

Business & Decision SA
153, rue de Courcelles
75017 Paris

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

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

Madame Béatrice FELDER
Directrice générale