

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE



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

INITIEE PAR

CDML

AGISSANT DE CONCERT AVEC M. DIDIER CHARPENTIER, MME MICHELE CHARPENTIER,
MME FLORENCE CHARPENTIER, SF2I – SOCIETE FINANCIERE D'INVESTISSEMENT POUR
L'INNOVATION, MME ISABELLE PEDRENO, M. FRANÇOIS LEGROS, M. JAMES
LYSINGER, M. JEAN-LUC SAOULI, ERA MANAGEMENT, M. BENOIT DUFRESNE,
M. JEAN-PHILIPPE FONTANA ET MME VALERIE BEZIADE



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité relative à l'offre publique d'achat en date du 7 juin 2022, apposé le visa n°22-196 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse a été établie par ITESOFT et engage la responsabilité de son signataire.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **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 ITESOFT (www.itesoft.com) (la « **Société** ») et peut être obtenue sans frais auprès de la Société (Parc d'Andron, Le Séquoia, 30470 AIMARGUES).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), les informations relatives aux caractéristiques notamment, juridiques, financières et comptables de la société ITESOFT seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités. Conformément aux dispositions de l'article 233-1 du RGAMF, un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE -----	4
2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE-----	6
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT -----	8
4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ-----	8
5. INTENTION DES ADMINISTRATEURS DE LA SOCIÉTÉ VIS-À-VIS DE L'OFFRE -----	13
6. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES-----	13
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DU PROJET D'OFFRE OU DE SON ISSUE-----	13
8. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE -----	16
9. AVIS DES MEMBRES DU PERSONNEL-----	20
10. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITIONS DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ----	21
11. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE -----	21
ANNEXE 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT -----	22

1. Rappel des conditions de l'offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et 234-2 du RGAMF, la société CDML¹ société par actions simplifiée au capital de 9.129.781,62 €, dont le siège social est situé Parc d'Andron – Le Séquoia- 30470 Aimargues, immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Nîmes sous le numéro 435.005.756, (« **CDML** » ou l'« **Initiateur** ») agissant de concert avec les autres membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après) propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société ITESOFT, société anonyme au capital de 368.029,68 euros, dont le siège social est situé Parc d'Andron – Le Séquoia – 30470 Aimargues et dont le numéro d'immatriculation est 330.265.323 RCS Nîmes (« **ITESOFT** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004026151, mnémonique ITE, d'acquérir en numéraire la totalité des actions ITESOFT non détenues ou réputées détenues par l'Initiateur aux termes de l'article L 233-9 du Code de commerce au prix unitaire de 4 euros (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur agit de concert avec :

- Monsieur Didier Charpentier ;
- Madame Michèle Charpentier ;
- Madame Florence Charpentier ;
- SF2I - Société Financière d'Investissement pour l'Innovation, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 4 L'Orée du Bois Route de Saint-Gilles (30510) Generac, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nîmes sous le numéro 815.256.698, (« **SF2I** »)² ;
- Madame Isabelle Pedreno ;
- Monsieur François Legros ;
- Monsieur James Lysinger ;
- Monsieur Jean-Luc Saouli ;
- ERA Management, société à responsabilité limitée dont le siège social est situé 69 rue du Cloucq du Vieil (85330) Noirmoutier-en-l'Île et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Laroche-sur-Yon sous le numéro 852.931.468 (« **ERA** »)³ ;
- Monsieur Benoit Dufresne ;
- Monsieur Jean-Philippe Fontana ;
- Madame Valérie Beziade.

(Ci- après séparément les « **Membres du Concert** », tous ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** »).

L'Offre résulte de la constitution d'une action de concert (au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce) entre les Membres du Concert du fait de la signature d'un pacte d'actionnaires concertant conclu le 30 septembre 2021 (le « **Pacte d'Actionnaires** »).

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 du RGAMF, en raison du franchissement par le Concert du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

Le même jour les Membres du Concert ont signé un protocole ayant pour objet de convenir des conséquences de leur mise en concert et des principales modalités envisagées de l'Offre en résultant (le « **Protocole** »).

Par communiqué de presse en date du 15 février 2022, la Société a annoncé avoir été informée par le Concert du report du lancement de l'Offre après la publication par la Société des résultats de l'exercice clos le 31 décembre 2021, afin de permettre la prise en compte des résultats de l'exercice clos le 31 décembre 2021 par l'Expert Indépendant nommé en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions de l'Offre.

¹ CDML est contrôlée par M. Didier Charpentier, Président de la société ITESOFT.

² SF2I est détenue à hauteur de 33,61% par M. Jean-Marc Pedreno premier actionnaire et également Président de SF2I, par M. François Legros à hauteur de 13,69% et le solde du capital est détenu par différentes personnes physiques.

³ ERA MANAGEMENT est contrôlée par M. Emmanuel Rilhac qui en est le gérant.

A la suite de réflexions stratégiques communes, les Membres du Concert ont déterminé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire serait abandonnée afin de maintenir une cotation des actions sur le marché réglementé Euronext Paris géré par Euronext pour permettre à la Société d'assurer au mieux son développement industriel dans le meilleur intérêt de l'ensemble des parties prenantes, salariés, actionnaires minoritaires, clients, etc.

Un avenant au Protocole a donc été signé le 21 avril 2022 dont l'objet est de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire à la suite de l'Offre (l'« **Avenant au Protocole** ») et de décider de maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur Euronext Paris, un marché règlementé géré par Euronext. L'Avenant au Protocole stipule également que l'effet de certaines clauses du Pacte d'Actionnaires sont suspendues en raison de la décision de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire.

A la date du dépôt du projet d'Offre le 25 avril 2022, l'Initiateur et les Membres du Concert détenaient ensemble 4.671.675 actions de la Société, représentant 9.258.604 droits de vote, soit 76,16% du capital et 85,99% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6.133.828 actions et de 10.766.976 droits de vote théoriques, calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conformément aux dispositions de l'article 231-38 du RGAMF ; en particulier, l'Initiateur se réserve la faculté d'acheter tout bloc d'actions étant précisé qu'en application des dispositions de l'article 231-39 du RGAMF, toute intervention sera nécessairement réalisée au Prix de l'Offre par action.

Entre le 25 avril 2022, date de dépôt du projet d'Offre, et la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a acquis sur le marché, à un prix unitaire égal au Prix de l'Offre, 116 665 actions représentant 1,90 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231- 38, IV du règlement général de l'AMF.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur et les Membres du Concert détiennent ensemble 4 788 340 actions de la Société, représentant 9 375 269 droits de vote, soit 78,06% du capital et 87,07% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et de 10 766 976 droits de vote théoriques, calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

A la date de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁴	% de droits de vote théoriques
CDML ⁽¹⁾	3 779 117	61,61%	7 398 502	68,71%
Monsieur Didier CHARPENTIER	2 000	0,03%	4 000	0,04%
Madame Michele CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Madame Florence CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Groupe Familial Charpentier	3 781 917	61,66%	7 404 102	68,77%
SF2I⁽²⁾	610 984	9,96%	1 217 006	11,30%
Madame Isabelle PEDRENO	103 946	1,69%	196 253	1,82%
Monsieur François LEGROS	103 347	1,68%	206 694	1,92%
Monsieur James LYSINGER	50 000	0,82%	100 000	0,93%
Monsieur Jean-Luc SAOULI	85 603	1,40%	171 206	1,59%
Groupe Actionnaires Historiques	342 896	5,59%	674 153	6,26%
ERA MANAGEMENT ⁽³⁾	19 191	0,31%	19 191	0,18%
Monsieur Benoit DUFRESNE	25 000	0,41%	50 000	0,46%
Monsieur Jean-Philippe FONTANA	5 887	0,10%	5 887	0,05%

⁴ Conformément à l'article L.223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote

Madame Valérie BEZIADE	2 465	0,04%	4 930	0,05%
Groupe Nouveaux Managers	52 543	0,86%	80 008	0,74%
TOTAL MEMBRES DU CONCERT	4 788 340	78,06%	9 375 269	87,07%
Auto-détention	392 449	6,40%	392 449	3,64%
Public	953 039	15,54%	999 258	9,28%
TOTAL SOCIETE	6 133 828	100,00%	10 766 976	100,00%

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par les Membres du Concert, à l'exception des actions auto-détenues par la Société assimilées aux actions détenues par l'Initiateur⁵, soit, à la date de la présente Note en Réponse, un nombre total maximal de 953 039 actions, représentant 999 258 droits de vote de la Société, soit 15,54% du capital et 9,28% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et 10 766 976 droits de vote théoriques, calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

Tableau récapitulatif des actions visées par l'Offre	
Actions existantes	6.133.828
moins actions détenue directement par l'Initiateur au dépôt du projet d'Offre	4.671.675
moins actions acquises par l'Initiateur depuis le dépôt du projet d'Offre	116.665
moins actions auto-détenues par ITESOFT assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce	392.449
Total des actions visées par l'Offre	953.039

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe pas de titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société.

L'Offre sera ouverte pour une durée de onze (11) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par la banque DELUBAC & CIE, en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les conditions financières de l'Offre ont fait l'objet d'un examen par le cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL, désigné en qualité d'Expert Indépendant, dont le rapport est reproduit en intégralité en **Annexe 1** au présent Projet de Note en Réponse.

2. Contexte et motifs de l'Offre

2.1 Contexte de l'Offre

2.1.1 Le Concert

Il ressort de la Note d'Information que l'Initiateur et les autres Membres du Concert se sont rapprochés et ont conclu en date du 30 septembre 2021 un pacte d'actionnaires, constitutif d'une action de concert, devant régir leur relation vis-à-vis de la Société.

⁵ L'Offre ne vise pas les 392.449 actions auto-détenues (en ce compris les 41.097 actions liées au contrat de liquidité).

Les principales caractéristiques de ce pacte d'actionnaires sont décrites à la section 7 de la présente Note en Réponse.

Le Pacte d'Actionnaires et ses principales stipulations ont fait l'objet d'une publicité par l'AMF conformément à la réglementation applicable (Cf. *D&I 221C2631* du 7 octobre 2021).

La constitution du Concert a également été portée à la connaissance du public le 1^{er} octobre 2021 par la diffusion d'un communiqué de presse. Ce communiqué annonce que le Conseil d'administration de la société ITESOFT s'est réuni le 30 septembre 2021 pour prendre acte :

- de la signature d'un pacte d'actionnaires entre la société CDML, actionnaire majoritaire, la société SF21, certains actionnaires historiques et certains membres du comité de direction d'ITESOFT destiné à mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis d'ITESOFT ;
- du projet d'offre publique qui serait lancée par CDML, pour le compte du concert, au prix de 4,00 euros par action ITESOFT ;
- de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire si le Concert venait à détenir plus de 90 % du capital et des droits de vote d'ITESOFT à la suite de l'Offre.

Le même jour les Membres du Concert ont également signé un protocole ayant pour objet de convenir des conséquences de leur mise en concert et des principales modalités envisagées de l'Offre obligatoire en résultant (le « **Protocole** »).

Il y était notamment envisagé que si le nombre d'actions ITESOFT non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représente pas, à la clôture de l'Offre, plus de 10% du capital social et des droits de vote d'ITESOFT, l'Initiateur mettrait en œuvre une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du RGAMF. L'Offre et la réalisation, le cas échéant, du Retrait Obligatoire entraîneraient le retrait de la cotation de la Société (le « **Retrait de la Cotation** »).

Le Conseil d'administration de la société ITESOFT, réuni le 30 septembre 2021, a désigné à l'unanimité le cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL, représenté par Monsieur Xavier PAPER, en qualité d'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1 du RGAMF, sous réserve de la non-opposition de l'AMF. L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 22 octobre 2021.

A la suite de réflexions stratégiques communes, les Membres du Concert ont déterminé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire serait abandonnée afin de conserver une cotation des actions sur le marché réglementé d'Euronext Paris afin de permettre à la Société d'assurer au mieux son développement industriel dans le meilleur intérêt de l'ensemble des parties prenantes, salariés actionnaires minoritaires, clients, etc.

En conséquence, il a été décidé par les Membres du Concert de ne pas utiliser la faculté, offerte par l'article 237-1 du RGAMF, de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société.

Un Avenant au Protocole a été signé le 21 avril 2022 dont l'objet est i) de convenir de l'abandon du Retrait Obligatoire dans le cadre de l'Offre, ii) de décider de maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur Euronext Paris, un marché réglementé géré par Euronext et iii) de stipuler que l'effet de certaines clauses du Pacte d'Actionnaires sont suspendues en raison de la décision de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire.

2.1.2 Déclarations de franchissement de seuils et intentions du Concert

- Franchissement de seuils

La mise en concert de CDML et les autres Membres du Concert a fait l'objet d'une communication à l'AMF en date du 1^{er} octobre 2021 conformément aux dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Par ailleurs, à la suite de leur mise en concert, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, par courriers des Membres du Concert adressés à l'AMF et à la Société en date du 1^{er} octobre 2021 complété par des courriers reçus en date des 5 et 6 octobre 2021 :

- le Concert a déclaré avoir franchi, en date du 30 septembre 2021, à la hausse les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société⁶ ;
- le Concert a déposé une déclaration d'intention pour les six (6) mois à venir ;
- l'Offre s'inscrit dans le cadre du franchissement à la hausse par les Membres du Concert avec l'Initiateur, du seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société et revêt à ce titre un caractère obligatoire conformément aux dispositions de l'article 234-2 du RGAMF.

- Intentions du Concert

Les Membres du Concert ont convenu aux termes du Protocole de ne pas apporter les actions détenues par eux à l'Offre.

2.2. Motifs de l'Offre

La Note d'Information indique que :

- la constitution du Concert a notamment eu pour objectif de formaliser l'implication d'un actionariat composé essentiellement de managers dans la poursuite d'une stratégie de développement commune ;
- et que l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur (pour le compte des autres Membres du Concert) par l'article 234-2 du RGAMF 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'ils ne détiennent pas (à l'exception des 392.449 actions auto-détenues par la Société assimilées aux actions détenues par l'Initiateur) à la suite du franchissement à la hausse, de concert avec les autres Membres du Concert, du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, du fait de la mise en concert et de la signature du Pacte d'Actionnaires.

3. Rapport de l'Expert Indépendant

Il est rappelé qu'une société visée par une offre publique d'acquisition doit désigner 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 dudit Conseil ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'instruments financiers qui font l'objet de ladite offre.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, l'expert indépendant doit être désigné par le Conseil d'administration de la Société sur proposition d'un comité *ad hoc* composé d'au moins 3 membres et comportant une majorité de membres indépendants.

La Société ITESOFT ne disposant d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants pour former un comité *ad hoc*, le Conseil d'administration du 30 septembre 2021 a désigné, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF conformément à l'article 261-1-1 du RGAMF, en qualité d'Expert Indépendant le cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions de l'Offre et d'établir le rapport d'expertise mentionné à l'article 262-1 et suivants du RGAMF.

En date du 22 octobre 2021, et en application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1° du RGAMF, l'AMF a indiqué ne pas s'opposer à la désignation cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions ITESOFT.

Le rapport du cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL initialement établi en date du 17 mai 2022 a fait l'objet d'une actualisation en date du 27 mai 2022 et est intégralement reproduit en **Annexe 1** de la présente Note en Réponse dont il fait partie intégrante.

4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société

4.1 Composition du Conseil d'administration

A la date de la présente Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Didier Charpentier, Président-Directeur Général ;
- Monsieur Alain Guillemin, administrateur ;

⁶ Cf. déclaration de franchissements de seuils et déclaration d'intention D&I 221C2631 du 7 octobre 2021

- Monsieur François Legros, administrateur ;
- Monsieur Patrick Jones, administrateur ;
- Madame Caroline Charpentier, administrateur ;
- Madame Magalie Michel, administrateur.

4.2 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 17 mai 2022, sous la présidence de Monsieur Didier Charpentier, Président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Assistaient également à la réunion :

- M. Alexandre JAFFRES, Membre du Comité Social et Économique ;
- M. Valéry FOURMY, Membre du Comité Social et Économique ;
- Monsieur Xavier PAPER, représentant de l'Expert Indépendant ;
- Benoît DUFRESNE, Directeur Financier
- Me Aymeric VUILLERMET, du cabinet Duteil Avocats

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 17 mai 2022 a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du Conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

*« Le Président indique que le Conseil d'administration doit rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par la société CDML, société par actions simplifiée au capital de 9.129.781,62 euros dont le siège social est situé Parc d'Andron - Le Séquoia (30470) Aimargues, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nîmes sous le numéro 435 005 756 (« **CDML** ») ou (l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les autres membres du concert, (ci-après ensemble avec CDML le « **Concert** » ou les « **Membres du Concert** »), déposé le 25 avril 2022 et visant la totalité des 1.069.704 actions ITESOFT en circulation (les « **Actions** ») non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, au prix de 4,00 euros par action (l'« **Offre** »).*

Le Président précise que l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée.

L'Initiateur se réservait la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conformément aux dispositions de l'article 231-38 du RGAMF ; en particulier, l'Initiateur se réserve la faculté d'acheter tout bloc d'actions étant précisé qu'en application des dispositions de l'article 231-39 du RGAMF, toute intervention sera nécessairement réalisée au Prix de l'Offre par action.

Depuis le 25 avril 2022, date de dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a acquis sur le marché, à un prix unitaire égal au Prix de l'Offre, 99.260 actions représentant 1,62 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

A ce jour, l'Initiateur et les Membres du Concert détiennent ensemble 4 770 935 actions de la Société, représentant 9 357 864 droits de vote, soit 77,78 % du capital et 86,91 % des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6.133.828 actions et de 10.766.976 droits de vote théoriques, calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF. Il est rappelé que les Membres du Concert ayant déclaré agir tous de concert vis-à-vis de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du RGAMF, en raison du franchissement par le Concert du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

*Le Président rappelle également, que la Société ITESOFT ne disposant pas d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants pour former un comité ad hoc, le Conseil d'administration du 30 septembre 2021 a désigné, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF conformément à l'article 261-1-1 du RGAMF, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») le cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL chargé d'apprécier le caractère équitable*

des conditions de l'Offre et d'établir le rapport d'expertise mentionné à l'article 262-1 et suivants du RGAMF, sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition.

En date du 22 octobre 2021, et en application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1° du RGAMF, l'AMF a indiqué ne pas s'opposer à la désignation du cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions ITESOFT.

Le Président rappelle ensuite que :

- *le cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL, la direction de la Société et des représentants de l'Initiateur, ont échangé à plusieurs reprises afin de fournir des informations aux membres du cabinet PAPER AUDIT & CONSEIL et répondre à leurs questions ; et*
- *le 17 mai 2022, l'Expert Indépendant a remis au Conseil son rapport sur les conditions de l'Offre.*

Après avoir procédé au rappel du contexte dans lequel l'Offre s'inscrit, le Président indique au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 du RGAMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, les actionnaires et les salariés.

Il précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil préalablement à la présente réunion :

- *la lettre de mission de l'Expert Indépendant en date du 1er avril 2022 ;*
- *la lettre d'affirmation de la Société adressée au cabinet Paper Audit & Conseil préalablement à la remise du rapport de ce dernier ;*
- *le rapport de valorisation de la Société établi par la banque DELUBAC & CIE ;*
- *le rapport du cabinet Paper Audit & Conseil en date du 17 mai 2022, agissant en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1, I 1°, 261-1, I 2° et 261-1, II du RGAMF pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre ;*
- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par la banque DELUBAC & CIE, qui a été déposé auprès de l'AMF le 25 avril 2022 et fait l'objet de l'avis de dépôt AMF n° 222C0916 ; et*
- *le projet de note en réponse de la Société établi par la Société conformément à l'article 231-19 du RGAMF lequel reste à être complété du rapport de l'Expert Indépendant et du présent l'avis motivé du Conseil d'administration et*
- *le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26, II du RGAMF ;*

Puis le Président rappelle que la Société a reçu, directement ou par l'intermédiaire de l'AMF, des questions et observations écrites d'actionnaires minoritaires. Toutes ces lettres ont été communiquées à l'Expert Indépendant qui a pu s'entretenir à l'oral avec ceux des actionnaires minoritaires l'ayant souhaité. Les membres du Conseil se sont entretenus avec l'Expert Indépendant des questions et observations d'actionnaires minoritaires lesquelles ont fait l'objet d'une analyse de l'Expert Indépendant mentionnée dans son rapport. Le Conseil d'administration partage l'analyse de l'Expert Indépendant sur ces questions et observations des actionnaires minoritaires.

Puis le Président laisse la parole à Monsieur Xavier PAPER, représentant de l'Expert Indépendant afin que ce dernier présente au Conseil les conclusions de son rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre.

Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports mis à sa disposition, en particulier le projet de note d'information de l'Initiateur, le rapport de l'Expert Indépendant et le projet de note en réponse de la Société, et après en avoir discuté, le Conseil d'administration :

- **Relève les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, à savoir, en particulier :**

- *L'Initiateur n'entend pas modifier, la politique industrielle et commerciale et les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;*
- *L'Initiateur n'entend pas modifier le périmètre de la Société ;*
- *L'Initiateur n'anticipe pas de changement au sein des effectifs de la Société ou dans la politique d'emploi ou de ressources humaines d'ITESOFT à la suite de l'Offre ;*
- *Il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société ou plus généralement que la Société procède à une fusion avec une autre société à l'issue de l'Offre ;*
- *L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix de 4 euros par action ;*
- *L'Initiateur et les Membres du Concert souhaitent maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C) à l'issue de l'Offre ;*

➤ **Constate que le rapport de l'Expert Indépendant, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société :**

« Nous avons évalué la valeur de la société ITESOFT selon différentes méthodes : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la référence au cours de bourse et, à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers.

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la société ITESOFT ressort à 15,3 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,67 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 49,9% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Selon la référence au cours de bourse du 30 septembre 2021, la valeur de la société ITESOFT ressort à 20,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,38 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 18,3% par rapport à la référence au cours de bourse du 30 septembre 2021.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, la valeur de la société ITESOFT ressort à 22,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,59 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 11,3% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples de chiffre d'affaires, la valeur de la société ITESOFT ressort à 15,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,74 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT extériorise une décote de 46,1% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de chiffre d'affaires.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples d'excédent brut d'exploitation, la valeur de la société ITESOFT ressort à 13,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,39 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT extériorise une prime de 67,6% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples d'excédent brut d'exploitation.

L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix de 4 euros par action. Il est rappelé que, lors de l'annonce de l'Offre, le prix faisait ressortir une prime de 18,3% par rapport au cours de clôture de l'action ITESOFT en date du 30 septembre 2021, 18,1% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de trois mois, 11,3% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de six mois et 16,6% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de douze mois.

Le prix de 4 euros par action ITESOFT proposé pour l'Offre Publique d'Achat Simplifiée envisagée est équitable pour les actionnaires minoritaires. »

➤ **Relève, au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'Expert Indépendant, de l'analyse faite par l'Expert Indépendant des observations des actionnaires minoritaires :**

- *s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier :*
 - *les conditions financières du projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
 - *l'Offre constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale ;*
 - *l'Expert Indépendant a attesté que le prix offert de 4,00 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*
- *s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur, qui a indiqué ne pas anticiper de synergies de coûts ni de revenus dans le cadre de l'Offre dont la matérialisation seraient identifiables ou chiffrables ;*
- *s'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil d'administration relève que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que l'Initiateur a indiqué également que l'Offre n'aura pas d'impact négatif sur sa politique en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines ;*

➤ **En conséquence :**

- *approuve à l'unanimité le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse ;*
- *décide à l'unanimité que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *décide à l'unanimité d'émettre un avis favorable au projet d'Offre ainsi que de recommander aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ; et*
- *donne tous pouvoirs au Président, en tant que président du Conseil d'administration et/ou Monsieur Benoît Dufresne, en sa qualité de Directeur Financier de la Société à l'effet de (i) finaliser, amender et déposer au nom et pour le compte d'ITESOFT, le projet de note en réponse d'ITESOFT, le document « Autres Informations » d'ITESOFT (i.e., informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ITESOFT), et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Paris (la « **Documentation d'Offre** »), (ii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte d'ITESOFT, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre, et plus généralement à l'Offre.*

En outre, le Conseil d'administration a pris acte que les 392.449 actions auto-détenues à ce jour par la Société n'étaient pas visées par l'Offre et qu'en conséquence, ces 392.449 actions auto-détenues ne seraient pas apportées à l'Offre. »

5. Intention des administrateurs de la Société vis-à-vis de l'Offre

Les administrateurs ont indiqué, conformément aux dispositions de l'article 231-19 6° du RGAMF, leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre selon le tableau ci-après :

Administrateurs	Nombre d'actions ITESOFT détenues	Membre du Concert*	Apport à l'Offre
Monsieur Didier Charpentier	3 664 452	Oui	Non
Monsieur Alain Guillemin ⁷	0	Non	-
Monsieur François Legros	103 347	Oui	Non
Monsieur Patrick Jones	0	Non	-
Madame Caroline Charpentier ⁸	0	Non	-
Madame Magali Michel	0	Non	-

* *Directement ou indirectement au travers d'une société contrôlée.*

6. Intention de la Société quant aux actions auto-détenues

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 392.449 de ses propres actions.

Le Conseil d'administration du 17 mai 2022 a pris acte que les actions auto-détenues par la Société (soit, à ce jour, 392.449 actions) ne sont pas visées par l'Offre et qu'en conséquence, ces 392.449 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

Il a été décidé de ne pas mettre fin au programme de rachat d'actions et de ne pas résilier le contrat de liquidité conclu avec Portzamparc en raison de l'abandon par le Concert de l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire annoncé le 22 avril 2022.

Pour rappel, l'exécution de ce contrat de liquidité est suspendue depuis l'annonce de l'Offre le 1^{er} octobre 2021. A cette date, 41.097 actions ITESOFT figuraient au compte-titre du contrat de liquidité géré par Portzamparc. Le contrat de liquidité sera réactivé à la fin de l'Offre.

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet d'Offre ou de son issue

7.1 Pacte d'actionnaires

Il a été porté à la connaissance de la Société la conclusion, entre les Membres du Concert, d'un pacte d'actionnaires le 30 septembre 2021, les principales clauses dudit pacte d'actionnaires ont été publiées par l'AMF (Cf. D&I 221C2631 du 7 octobre 2021) et sont les suivantes :

« Action de concert vis-à-vis d'ITESOFT »

Pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ITESOFT, les parties au Pacte d'Actionnaires se concerteront préalablement à toute décision du Conseil d'administration et de l'assemblée générale des actionnaires d'ITESOFT, en particulier pour ce qui concerne la définition de la stratégie, de la gestion, des politiques opérationnelles et financières de la société et plus largement du groupe ITESOFT.

⁷ M. Alain Guillemin, M. François Legros, et Mme Magali Michel sont associés de la société SF2I, membre du Concert.

⁸ Madame Caroline Charpentier est la fille de M. Charpentier. Elle détient la nue-propriété d'actions CDML, Initiateur de l'Offre.

Transformation d'ITESOFT en société par actions simplifiée

Les parties au Pacte d'Actionnaires s'engagent, dès lors que les conditions légales seront réunies, (et notamment dès que les actions de la société ne seront plus admises à la négociation sur un marché réglementé), à tout mettre en œuvre en vue de la transformation d'ITESOFT en société par actions simplifiée.

Gouvernance d'ITESOFT

Tant que les actions ITESOFT resteront admises à la négociation sur un marché réglementé, M. Didier Charpentier restera président du Conseil d'administration pour la durée son mandat d'administrateur.

Suite à la transformation d'ITESOFT en société par actions simplifiée, M. Didier Charpentier sera président de la Société. Un Conseil d'administration statutaire aura pour mission :

- *de définir la stratégie de la société ;*
- *de contrôler l'action du président et d'éventuels directeurs généraux en s'assurant que ses choix stratégiques sont bien mis en œuvre ;*
- *de veiller à la qualité de l'information fournie aux actionnaires.*

Ce Conseil d'administration sera composé d'au minimum 5 membres (deux représentant CDML et un représentant pour les autres groupes d'actionnaires, à savoir (i) SF2I, (ii) les actionnaires historiques, et (iii) les nouveaux managers) personnes physiques ou morales, associées ou non, nommés par la collectivité des actionnaires à la majorité simple des droits de vote.

Les décisions suivantes devront être prises en Conseil d'administration à la majorité qualifiée :

- *le Conseil d'administration ne pourra convoquer d'assemblée générale, sur les questions suivantes, sans l'approbation écrite préalable à la majorité de 4 administrateurs sur 5 :*
 - *la modification significative de l'objet social de la société ;*
 - *le transfert de siège social hors de France ;*
 - *la création de nouvelles catégories d'actions ;*
 - *toute émission de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription ;*
 - *la modification des règles statutaires applicables au Conseil d'administration ou à tout autre organe collégial équivalent mis en place post transformation de la société en société par actions simplifiée ;*
 - *la modification des modalités de nomination et de révocation du président.*
- *le président ne pourra prendre de décisions, sur les questions suivantes, sans l'approbation écrite préalable du Conseil d'administration à la majorité de 4 membres du conseil sur 5 :*
 - *l'acquisition de toute société, fonds de commerce, technologie ou la prise de participation dans le capital de toute société pour un montant unitaire supérieur à 300 000 € ;*
 - *toute création ou fermeture d'établissement ou de filiale ;*
 - *tout désinvestissement ou cession d'une filiale ou participation, toute vente de technologie ou de marque, quelle qu'en soit la forme (notamment vente, échange, apport en société, cession-bail, licence etc. de brevets, certificats d'utilité, marques, dessins, modèles, enseignes, codes source, procédés techniques non brevetés, tours de mains etc.), fonds de commerce, activité ou similaire pour un montant unitaire supérieur à 300 000 € ;*
 - *toute conclusion de contrats de franchise, de distribution exclusive ou de licence exclusive, en qualité de concédant pour un montant unitaire supérieur à 300 000 € ;*
 - *tout recrutement de collaborateur dont le package de rémunération annuelle brute serait supérieur à 100 000 € ;*
 - *tout investissement supérieur à un montant unitaire de 300 000 € ou tout engagement d'investissement ou toute acquisition de tout bien d'un montant supérieur à 10% du montant prévu au budget ;*
 - *tout prêts ou crédits d'un montant unitaire supérieur à 300 000 € ;*
 - *tout contrat ou acte représentant un engagement financier supérieur à 300 000 € ;*
 - *toute décision d'engager une action en justice ou de conclure une transaction relativement à une instance/action judiciaire dont l'impact financier pour la Société excéderait un montant unitaire supérieur à 300 000 €.*

Engagements relatifs aux actions ITESOFT détenues par les parties au Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'actionnaires prévoit les principales stipulations suivantes en matière de transferts de titres :

- une **période d'inaliénabilité** jusqu'au 31 décembre 2023 (hors transferts qualifiés de « transferts libres ») ;
- un **droit de préemption** : sans préjudice de l'application des autres stipulations du Pacte d'Actionnaires ainsi que de celles des statuts de la société, les signataires se consentent réciproquement un droit de préemption général en cas de projet de transmission d'un ou plusieurs de leurs titres de la société (ci-après le « droit de préemption »). Ce droit de préemption général trouvera à s'appliquer en toutes hypothèses, sauf en cas de transferts libres.
Ce droit de préemption s'exercerait selon l'ordre de priorité suivant :
 - transmission par un ou plusieurs signataires autres que les membres du groupe familial Charpentier : droit de préemption de 1er rang de CDML et droit de préemption de second rang des autres signataires à proportion pour chacun des préempteurs, du nombre de titres dont il est propriétaire par rapport au nombre total de titres possédés par les préempteurs ;
 - transmission par un membre du groupe familial Charpentier : droit de préemption à proportion pour chacun des préempteurs, du nombre de titres dont il est propriétaire par rapport au nombre total de titres possédés par les préempteurs. Ce droit de préemption en cas de transmission par CDML ne s'appliquera que pour les cessions, par CDML, portant sur plus de 50% du capital d'ITESOFT.
- un **droit de sortie conjointe** en cas de cession par une partie à un tiers de la totalité ou d'une fraction de sa participation ;
- un **droit de sortie obligatoire** dans le cas où CDML recevrait d'un tiers une offre portant sur plus de 50% du capital et que le droit de préemption de second rang n'était pas mis en œuvre ;
- un **droit de maintien de sa participation** de tout actionnaire à l'occasion de toute émission de titres ;
- un **droit de mettre en œuvre une opération de liquidité** (opération d'entrée au capital d'un investisseur financier majoritaire) par CDML sur tout ou partie de sa participation au capital avec un réinvestissement des autres actionnaires.

Les **transferts libres** sont (i) les transferts d'un associé à un membre du groupe d'actionnaires composé de CDML, M. Didier Charpentier, Mme Michèle Charpentier et Mme Florence Charpentier (i.e. transfert interne au « groupe familial Charpentier »), et (ii) les transferts réalisés par les associés à une holding dans le cadre des engagements d'apports décrits ci-dessous.

Toute partie souhaitant réaliser un transfert de titres doit au préalable notifier aux autres parties son projet de transfert.

Chaque partie transférant des titres à un tiers au Pacte d'Actionnaires s'engage à obtenir l'adhésion dudit tiers au Pacte d'Actionnaires, en la même qualité que la sienne, au plus tard concomitamment au transfert.

Engagement d'Apports à une holding

Afin de rationaliser la structure actionnariale de la société ITESOFT à la suite du retrait de la cotation, les parties concernées prennent les engagements suivants :

- les actionnaires historiques, à savoir, Mme Isabelle Pedreno, M. François Legros, Monsieur James Lysinger, M. Jean-Luc Saouli, s'engagent à apporter leurs actions à une société holding commune ;
- les nouveaux managers, à savoir, ERA Management, M. Benoît Dufresne, M. Jean-Philippe Fontana, Mme Valérie Beziade, s'engagent à apporter leurs actions à une société holding commune ;

Les parties concernées par ces engagements d'apports s'engagent à les réaliser dans les 6 mois de la signature du Pacte d'Actionnaires.

Durée du Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires est conclu pour une durée de cinq ans. Le Pacte d'Actionnaires sera ensuite renouvelé par période de 5 ans. À l'issue de cette durée, chaque partie peut résilier le Pacte d'Actionnaires moyennant un préavis de six mois. »

Principales modalités de l'Avenant au Protocole signé le 21 avril 2022

Par l’Avenant au Protocole signé le 21 avril 2022 auquel est partie la Société, les Membres du Concert ont décidé que l’effet de certaines clauses du Pacte d’Actionnaires serait suspendu en raison de la décision de renoncer à l’intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire.

Les Membres du Concert y ont aussi convenu de supprimer toutes références à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire dans le Protocole.

Les Membres du Concert prennent acte qu’à raison de l’abandon du souhait de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, une nouvelle offre publique ne pourra être lancée par le Concert sur les titres de la Société dans les 12 mois suivant la clôture de l’Offre.

Les Membres du Concert prennent également acte dans l’Avenant au Protocole que certaines clauses du Pactes (relatives à la transformation de la Société en société anonyme, à la modification de la gouvernance et aux engagements d’apport à des holdings), appelées à être mises en œuvre à la suite d’un Retrait Obligatoire, ne prendraient effet que si un Retrait Obligatoire intervenait pendant la durée du Pacte.

7.2 Engagements d’apport

Aucun engagement d’apport à l’Offre n’a été conclu.

7.3 Accords susceptibles d’avoir une incidence significative sur l’appréciation de l’offre ou son issue

A l’exception de ce qui précède, la Société n’a connaissance d’aucun autre accord susceptible d’avoir une incidence significative sur l’appréciation de l’Offre ou son issue.

8. Eléments susceptibles d’avoir une incidence en cas d’offre publique

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s’élève à 368.629,68 euros, divisé 6.133.828 actions ordinaires d’une valeur nominale de 0,06 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les 6.133.828 actions ordinaires confèrent 10.766.976 droits de vote théoriques au jour de la présente Note en Réponse.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant des franchissements de seuils communiqués en application des dispositions de l’article L. 233-7 du Code de commerce et en application des dispositions statutaires, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d’actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁹	% de droits de vote théoriques
CDML ⁽¹⁾	3 662 452	59,71%	7 281 837	67,63%
Monsieur Didier CHARPENTIER	2 000	0,03%	4 000	0,04%
Madame Michele CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Madame Florence CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Groupe Familial Charpentier	3 665 252	59,75%	7 287 437	67,68%
SF2I ⁽²⁾	610 984	9,96%	1 217 006	11,30%
Madame Isabelle PEDRENO	103 946	1,69%	196 253	1,82%
Monsieur François LEGROS	103 347	1,68%	206 694	1,92%

9 Conformément à l’article L.223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l’ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote

Monsieur James LYSINGER	50 000	0,82%	100 000	0,93%
Monsieur Jean-Luc SAOULI	85 603	1,40%	171 206	1,59%
Groupe Actionnaires Historiques	342 896	5,59%	674 153	6,26%
ERA MANAGEMENT ⁽³⁾	19 191	0,31%	19 191	0,18%
Monsieur Benoit DUFRESNE	25 000	0,41%	50 000	0,46%
Monsieur Jean-Philippe FONTANA	5 887	0,10%	5 887	0,05%
Madame Valérie BEZIADE	2 465	0,04%	4 930	0,05%
Groupe Nouveaux Managers	52 543	0,86%	80 008	0,74%
TOTAL MEMBRES DU CONCERT	4 671 675	76,16%	9 258 604	85,99%
Auto-détention	392 449	6,40%	392 449	3,64%
Public	1 069 704	17,44%	1 115 923	10,36%
TOTAL SOCIETE	6 133 828	100,00%	10 766 976	100,00%

(1) CDML est contrôlée par M. Didier Charpentier, Président de la société ITESOFT.

(2) SF2I est détenue à hauteur de 33,61% par M. Jean-Marc Pedreno premier actionnaire et également Président de SF2I, par M. François Legros à hauteur de 13,69% et le solde du capital est détenu par différentes personnes physiques.

(3) ERA MANAGEMENT est contrôlée par M. Emmanuel Rilhac qui en est le gérant.

Entre le 25 avril 2022, date de dépôt du projet d'Offre, et la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur a acquis sur le marché, à un prix unitaire égal au Prix de l'Offre, 116 665 actions représentant 1,90 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231- 38, IV du règlement général de l'AMF.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur et les Membres du Concert détiennent 4 788 340 actions de la Société, représentant 9 375 269 droits de vote, soit 78,06% du capital et 87,07% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et de 10 766 976 droits de vote théoriques, calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant des franchissements de seuils communiqués en application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et en application des dispositions statutaires, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁰	% de droits de vote théoriques
CDML ⁽¹⁾	3 779 117	61,61%	7 398 502	68,71%
Monsieur Didier CHARPENTIER	2 000	0,03%	4 000	0,04%
Madame Michele CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Madame Florence CHARPENTIER	400	0,01%	800	0,01%
Groupe Familial Charpentier	3 781 917	61,66%	7 404 102	68,77%
SF2I ⁽²⁾	610 984	9,96%	1 217 006	11,30%
Madame Isabelle PEDRENO	103 946	1,69%	196 253	1,82%
Monsieur François LEGROS	103 347	1,68%	206 694	1,92%
Monsieur James LYSINGER	50 000	0,82%	100 000	0,93%
Monsieur Jean-Luc SAOULI	85 603	1,40%	171 206	1,59%
Groupe Actionnaires Historiques	342 896	5,59%	674 153	6,26%
ERA MANAGEMENT ⁽³⁾	19 191	0,31%	19 191	0,18%
Monsieur Benoit DUFRESNE	25 000	0,41%	50 000	0,46%
Monsieur Jean-Philippe FONTANA	5 887	0,10%	5 887	0,05%

10 Conformément à l'article L.223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote

Madame Valérie BEZIADE	2 465	0,04%	4 930	0,05%
Groupe Nouveaux Managers	52 543	0,86%	80 008	0,74%
TOTAL MEMBRES DU CONCERT	4 788 340	78,06%	9 375 269	87,07%
Auto-détention	392 449	6,40%	392 449	3,64%
Public	953 039	15,54%	999 258	9,28%
TOTAL SOCIETE	6 133 828	100,00%	10 766 976	100,00%

(1) CDML est contrôlée par M. Didier Charpentier, Président de la société ITESOFT.

(2) SF2I est détenue à hauteur de 33,61% par M. Jean-Marc Pedreno premier actionnaire et également Président de SF2I, par M. François Legros à hauteur de 13,69% et le solde du capital est détenu par différentes personnes physiques.

(3) ERA MANAGEMENT est contrôlée par M. Emmanuel Rilhac qui en est le gérant.

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

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

Il n'existe pas de clause statutaire restreignant l'exercice des droits de vote ou le transfert d'actions dans les statuts de la Société.

A la connaissance de la Société, seul le pacte d'actionnaires dont il est fait mention à la Section 7 de la présente Note en Réponse constitue une convention relative à la Société et entrant dans le champ d'application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

8.3 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 connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-dessus de la présente Note en Réponse.

En outre, depuis la clôture de l'exercice clos le 31 décembre 2020, les notifications de franchissements de seuils suivantes ont été reçues en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce et des dispositions statutaires :

- les Membres du Concert ont déclaré par courriers auprès de l'AMF et de la Société, en date du 1^{er} octobre 2021 complété notamment par des courriers reçus les 5 et 6 octobre 2021, avoir franchi à la hausse, en date du 30 septembre 2021, tous les seuils légaux entre 5% et 2/3 (inclus) du capital et des droits de vote et détenir, à cette même date, 4.671.675 actions de la Société, représentant 9.233.604 droits de vote, soit 76,16% du capital et 85,96% des droits de vote théoriques de la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 7 octobre 2021 sous le numéro 221C2631.

Par ailleurs comme indiqué à la Section 8.1 ci-dessus, la Société détient, à la date de la présente Note en Réponse 392.449 actions de la Société représentant 6,40% de son capital, et représentant 392.449 droits de vote théoriques, soit 3,64% des droits de vote théoriques.

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

Il n'existe pas de titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

Les 4^{ème} et 5^{ème} alinéa de l'article 21 des statuts de la Société stipulent que :

« Par ailleurs, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis 2 ans au moins au nom du même actionnaire.

Ce droit est conféré également dès leur émission en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit »

8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Le Fonds Commun de Placement d'entreprise (FCP) « ITESOFT » (n° AMF FCE 20000229), détient, à la date de la présente Note en Réponse, 68.675 actions de la Société représentant 1,12% de son capital, soit 68.675 droits de vote théoriques, représentant 0,64% des droits de vote théoriques.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception du pacte d'actionnaires, qui prévoit des restrictions aux transferts d'actions uniquement en cas de retrait de la cotation, dont il est fait mention en section 7 de la présente Note en Réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote. Par ailleurs, un avenant au Protocole a été signé le 21 avril 2022 dont l'objet est de renoncer à l'intention de mettre en œuvre un Retrait Obligatoire à la suite de l'Offre.

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

8.7.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve des exceptions prévues par la loi.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire.

La durée de leurs fonctions est de six années. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Ils sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 75 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus d'un tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateur ayant dépassé cet âge. Si, du fait qu'un administrateur en fonction vient à dépasser l'âge de 75 ans, la proportion du tiers susvisé est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

En cas de vacance, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations faites par le Conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil n'en demeurent pas moins valables.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président personne physique dont il fixe la durée des fonctions sans qu'elle puisse excéder la durée de son mandat d'administrateur. Nul ne peut être nommé Président s'il est âgé de plus de 75 ans et si le Président en fonction vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil d'administration.

8.7.2 Modification des statuts d'ITESOFT

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire peut déléguer au Conseil d'administration les pouvoirs nécessaires à l'effet de réaliser une augmentation du capital en une ou plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts.

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

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leurs 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.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie de l'autorisation suivante :

Date de l'Assemblée Générale	Nature des autorisations et délégations	Durée	Utilisation au cours de l'exercice	Montant nominal autorisé et/ ou pourcentage du capital autorisé
29.06.2021 (5 ^{ème} résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration en vue du rachat par la Société de ses propres actions en application de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	18 mois	Néant	10% maximum du capital social

8.9 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

La Société étant déjà contrôlée par les Membres du Concert avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera aucun changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

9. Avis des membres du personnel

Conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure d'information-consultation d'un comité social et économique en cas d'offre publique d'achat n'est pas applicable dans le cadre d'une offre

publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible.

Par courrier en date du 5 octobre 2021, le comité social et économique a informé la Société ne pas souhaiter la nomination d'un expert-comptable et n'avoir pas le besoin d'entendre l'auteur de l'offre.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ont été transmis au comité social et économique.

10. Modalités de mise à dispositions des informations relatives à la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.itesoft.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société (Parc d'Andron, Le Séquoia, 30470 AIMARGUES).

11. Personne assumant la responsabilité de la Note en Réponse

« Conformément à l'article 231-19 du RGAMF, à ma connaissance, les données de la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Didier Charpentier
Président-Directeur Général d'Itesoft

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

visant les actions de la société

ITESOFT

initiée par la société

CDML

agissant de concert avec : M. DIDIER CHARPENTIER, MME MICHELE CHARPENTIER, MME FLORENCE CHARPENTIER, SF2I – SOCIETE FINANCIERE D'INVESTISSEMENT POUR L'INNOVATION, MME ISABELLE PEDRENO, M. FRANÇOIS LEGROS, M. JAMES LYSINGER, M. JEAN-LUC SAOULI, ERA MANAGEMENT, M. BENOÎT DUFRESNE, M. JEAN-PHILIPPE FONTANA ET MME VALERIE BEZIADE

présentée par la société

BANQUE DELUBAC & CIE

(Établissement présentateur et garant)

conseillée par la société

ATOUT CAPITAL

(Établissement conseil)

* * *

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

établi par la société

PAPER AUDIT & CONSEIL

Paris, le 27 mai 2022

Dans le cadre de l'opération envisagée d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après dénommée « **l'OPAS** » ou « **l'Offre** »), initiée par la société CDML¹, société par actions simplifiée au capital de 9 129 781,62 euros dont le siège social est situé Parc d'Andron – Le Séquoia – 30470 Aimargues, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nîmes sous le numéro 435 005 756 (ci-après dénommée l'« **Initiateur** » ou « **CDML** »), agissant de concert avec les autres membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après), sur les actions de la société ITESOFT (ci-après dénommée la « **Société** »), nous avons été chargés, suite à notre désignation en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la société ITESOFT en date du 30 septembre 2021², de nous prononcer sur le caractère équitable du prix d'offre proposé de 4 euros par action ITESOFT. L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par les membres du Concert, à l'exception des 392 449 actions auto-détenues³, soit un nombre total maximum de 970 444 actions⁴ de la Société à la date du présent rapport, représentant 15,82% du capital et 9,44% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et 10 766 976 droits de vote.

L'Initiateur agit de concert avec (1) Monsieur Didier Charpentier, (2) Madame Michèle Charpentier, (3) Madame Florence Charpentier, (4) SF2I⁵ (SOCIETE FINANCIERE D'INVESTISSEMENT POUR L'INNOVATION), société par actions simplifiée dont le siège social est situé 4 L'Orée du Bois Route de Saint-Gilles, 30510 Generac, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nîmes sous le numéro 815 256 698, (5) Madame Isabelle Pedreno, (6) Monsieur François Legros, (7) Monsieur James Lysinger, (8) Monsieur Jean-Luc Saouli, (9) ERA MANAGEMENT⁶, société à responsabilité limitée dont le siège social est situé 69 rue du Cloucq du Vieil, 85330 Noirmoutier-en-l'Île, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Laroche-sur-Yon sous le numéro 852 931 468 (ci-après dénommée « **ERA** »), (10) Monsieur Benoit Dufresne, (11) Monsieur Jean-Philippe Fontana et Madame Valérie Beziade (ensemble avec l'Initiateur, le « **Concert** » ou les « **Membres du Concert** »).

A la date du dépôt du projet d'Offre le 25 avril 2022, les Membres du Concert⁷ détiennent ensemble 4 671 675 actions de la société ITESOFT, représentant 9 233 604 droits de vote, soit 76,16% du capital et 85,99% des droits de vote

¹ CDML est une société contrôlée par Monsieur Didier Charpentier, Président Directeur Général de la société ITESOFT, dont la participation dans le capital de la société ITESOFT, qui représente 59,71% de son capital et 67,79% des droits de vote, constitue un de ses actifs.

² Cette désignation, sur proposition de la société ITESOFT faite à l'Autorité des marchés financiers (AMF) – en application des dispositions de l'article 261-1-1 I du Règlement général de l'AMF en l'absence de possibilité de constituer un comité *ad-hoc* – de nommer le cabinet Paper Audit & Conseil, était conditionnée à l'absence d'opposition de l'AMF. Cette dernière a fait part de sa décision de ne pas s'opposer à notre désignation le 22 octobre 2021.

³ En ce compris les 41 097 actions liées au contrat de liquidité.

⁴ Représentant 1 016 663 droits de vote de la Société.

⁵ SF2I est détenue à hauteur de 33,61% par Monsieur Jean-Marc Pedreno, premier actionnaire et également Président de SF2I, par Monsieur François Legros à hauteur de 13,69%, le solde du capital étant détenu par différentes personnes physiques.

⁶ ERA MANAGEMENT est contrôlée par M. Emmanuel Rilhac, qui en est le gérant.

⁷ La constitution de ce Concert a été portée à la connaissance du public le 1er octobre 2021 par voie d'un communiqué de presse.

théoriques, sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et de 10 766 976 droits de vote.

Entre le 25 avril 2022, date de dépôt du projet d'Offre, et le 17 mai 2022, l'Initiateur a acquis sur le marché, à un prix unitaire égal au prix d'Offre, 99 260 actions représentant 1,62 % du capital de la Société, conformément aux dispositions de l'article 231- 38, IV du règlement général de l'AMF.

A la date du présent rapport, l'Initiateur et les Membres du Concert détiennent ensemble 4 770 935 actions de la Société, représentant 9 357 864 droits de vote, soit 77,78% du capital et 86,91% des droits de vote théoriques de la Société, sur la base d'un nombre total de 6 133 828 actions et de 10 766 976 droits de vote.

Le 30 septembre 2021, les Membres du Concert ont signé un protocole de mise en concert (ci-après dénommé le « **Protocole** ») et un pacte d'actionnaires (ci-après dénommé le « **Pacte** ») constitutif d'une action de concert vis-à-vis d'ITESOFT, et ce, en vue de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis d'ITESOFT afin de contrôler durablement et ensemble la conduite des affaires d'ITESOFT en raison d'un contexte économique et commercial en repli depuis trois exercices. La présente Offre s'inscrit dans ce contexte, les Membres du Concert étant en effet dans d'obligation de déposer une offre publique d'achat sur les titres de la société ITESOFT en application des articles 234-2 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en raison du franchissement par le Concert du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la société ITESOFT.

Par communiqué de presse en date du 15 février 2022, la société ITESOFT a annoncé avoir été informée par le Concert du report du lancement de l'Offre après la publication des résultats de la société ITESOFT au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021, et ce, afin de permettre la prise en compte des résultats de l'exercice clos le 31 décembre 2021 par l'expert indépendant nommé en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions de l'Offre.

En outre, à la suite de réflexions stratégiques communes, les Membres du Concert ont déterminé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, initialement envisagée, serait abandonnée afin de maintenir une cotation des actions sur le marché réglementé EURONEXT PARIS géré par EURONEXT pour permettre à la Société d'assurer au mieux son développement industriel dans le meilleur intérêt de l'ensemble des parties prenantes : salariés, actionnaires minoritaires, clients, etc. Un avenant au Protocole a donc été signé le 21 avril 2022 dont l'objet est de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire à la suite de l'Offre (l' « **Avenant au Protocole** ») et de décider de maintenir l'admission des actions de la société ITESOFT aux négociations sur EURONEXT PARIS, un marché réglementé géré par EURONEXT. L'Avenant au Protocole stipule également que l'effet de certaines clauses du Pacte sont suspendues en raison de la décision de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire.

Le fondement réglementaire de notre intervention relève :

- de l'article 261-1 I.-1° du titre VI du livre II du Règlement général de l'AMF qui prévoit que la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant 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 (article 1°) ; Tel est le cas de la société ITESOFT qui est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce avant le lancement de l'OPAS ; et

- de l'article 261-1 I.-2° du titre VI du livre II du Règlement général de l'AMF qui prévoit que la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant 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 (article 2°) ; Tel est le cas des dirigeants de la société ITESOFT ou des personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce qui font partie du Concert, ce qui est susceptible d'affecter leur indépendance.

Pour effectuer cette mission, nous nous sommes conformés aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 sur l'expertise indépendante ainsi que des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 (modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020). Nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents comptables, financiers et juridiques nécessaires à la mission. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'évaluation et sur notre savoir-faire dans le domaine des expertises indépendantes, qu'elles soient de nature légale ou contractuelle.

1. PRESENTATION DE PAPER AUDIT & CONSEIL

La société Paper Audit & Conseil est constituée d'une équipe restreinte de professionnels spécialisés dans les domaines liés aux normes comptables, à la modélisation et l'ingénierie financière, et à l'évaluation, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion,
- missions contractuelles : consultations comptables, évaluation (entreprises, actifs incorporels, passifs sociaux, instruments financiers, etc.), arbitrage.

Nous avons acquis, dans le domaine des sociétés cotées, une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière et l'émission d'un jugement.

Nous disposons des moyens techniques et opérationnels nécessaires à l'exécution de nos missions ; pour les besoins de l'ensemble de nos missions d'évaluation, nous utilisons les deux bases de données financières suivantes : Boursorama et S&P Global Market Intelligence.

2. INDEPENDANCE

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'a jamais été mandaté par la société ITESOFT, ni par ses actionnaires, pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

3. REVUE DE LA QUALITE DU RAPPORT D'EXPERTISE

La revue de la qualité du rapport d'expertise indépendante a été réalisée par Monsieur Hervé de Monès.

Hervé de Monès, 64 ans, a une double expérience d'enseignant et de praticien. Il est en effet, depuis de nombreuses années, chargé d'enseignement à l'Université Paris Dauphine (Master 1 et Master 2) et a été professeur associé à la chaire de finances du CNAM. Il a par ailleurs conduit des séminaires de formation à l'ENGREF, aujourd'hui école interne d'AgroParisTech. Parallèlement, Hervé de Monès anime la Compagnie Financière du Buis, dont l'activité repose sur l'évaluation d'entreprise et le conseil en fusion acquisition. Il est président de FRANCESSION, un réseau de cabinets indépendants spécialisés dans le conseil en rapprochement d'entreprises.

Hervé de Monès n'a participé ni aux travaux d'évaluation, ni aux réunions de travail. Il s'est notamment assuré que les diligences effectuées par le cabinet Paper Audit & Conseil ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF.

4. MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Au cours des douze derniers mois, la société Paper Audit & Conseil est intervenue en qualité d'expert indépendant au titre de la mission suivante :

Type d'offre	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Date
Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	VIDELIO	CROZALOC	KEPLER CHEUVREUX	juin-21

5. ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'adhère, à ce jour, à aucune association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général. Il envisage néanmoins d'adhérer prochainement à une association d'experts indépendants agréée par l'AMF.

Il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêt ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

6. DILIGENCES EFFECTUÉES

La présente mission a été menée par Xavier Paper et son équipe et s'est déroulée entre le 30 septembre 2021, date de notre désignation par le Conseil d'administration de la société ITESOFT, et le 27 mai 2022, date de remise de notre rapport.

L'équipe affectée à la mission est composée des deux personnes suivantes :

- Xavier Paper (59 ans) - ESC Rouen, expert-comptable, commissaire aux comptes - réalise régulièrement des missions d'évaluation, de commissariat aux apports et à la fusion, ainsi que des missions de consulting comptable.
- Patrick Grinspan (55 ans) – ingénieur Agro (AgroParisTech), Master Stratégie et Expertise Financières (CNAM) - réalise des missions d'évaluation et de modélisation financières.

Elle a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Acceptation de la mission,
- Prise de connaissance des informations nécessaires à la compréhension de l'opération et de son cadre juridique et à l'évaluation des actions de la société ITESOFT,
- Prise de connaissance des informations transmises par le management de la société ITESOFT,
- Discussions avec les responsables de la société ITESOFT portant sur les éléments d'appréciation de la valeur des actions ITESOFT,
- Constitution d'un échantillon de sociétés cotées présentant des analogies avec la société ITESOFT en termes de profil de risque et de modèle économique,
- Analyse du rapport d'évaluation de la société ITESOFT établi par la BANQUE DELUBAC & CIE,
- Mise en œuvre par le cabinet Paper Audit & Conseil de l'évaluation des actions de la société ITESOFT,
- Rédaction du rapport du cabinet Paper Audit & Conseil,
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la société ITESOFT,
- Présentation des conclusions du rapport du Cabinet Paper Audit & Conseil aux membres du Conseil d'administration de la société ITESOFT en date du 17 mai 2022.

Enfin, il est important de noter que, conformément à la pratique dans le domaine des expertises indépendantes, nous n'avons pas procédé à un audit des données historiques qui nous ont été transmises. En outre, s'agissant des données prévisionnelles, nous nous sommes limités à en vérifier la cohérence et la pertinence au travers d'entretiens avec le management de la Société et par recoupements d'informations entre elles.

7. LISTE DES DOCUMENTS MIS A NOTRE DISPOSITION

Pour les besoins de notre mission, nous avons utilisé les documents et informations mis à notre disposition notamment par le management de la Société. Les principaux documents utilisés ont été les suivants :

- Rapport sur les éléments d'appréciation du prix de l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les 1 069 704 actions ITESOFT au prix de 4 euros par action, en date du 6 avril 2022, établi par la BANQUE DELUBAC & CIE,
- Business plan détaillé de la société ITESOFT en date du 23 mars 2022,
- Documents de référence et documents d'enregistrement universel de la société ITESOFT au titre des exercices 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 et 2021,
- Rapport financier semestriel de la société ITESOFT au 30 juin 2021,
- Projet de note d'information relative à l'Offre en date du 22 avril 2022,
- Projet de note d'information en réponse relative à l'Offre en date du 17 mai 2022,
- Flash de la société PORTZAMPARC en date du 7 février 2022 et synthèse de la Matinale du 21 janvier 2022,
- Procès-verbal du Conseil d'administration du 30 septembre 2021 portant sur la désignation du cabinet Paper Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre ;
- Lettre de mission établie par le Président Directeur Général de la société ITESOFT et annexée au présent rapport ;
- Communiqué du groupe ITESOFT du 1^{er} octobre 2021 annonçant la désignation du cabinet Paper Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre ;
- Courrier ITESOFT du 1^{er} octobre 2021 adressé à l'AMF relatif à la désignation de l'expert indépendant ;
- Fichier Excel de calcul du montant des actions propres de la société ITESOFT ;
- Pacte d'actionnaires de la société ITESOFT en date du 30 septembre 2021 ;
- Protocole de mise en concert entre certains actionnaires de la société ITESOFT en date du 30 septembre 2021 ;
- Courriers du 15 octobre et 4 novembre 2021 d'un actionnaire minoritaire de la société ITESOFT ;
- Avenant au Protocole en date du 21 avril 2022.

8. INTERLOCUTEURS RENCONTRES

Dans le cadre de notre mission, nous avons rencontré et/ou échangé avec les représentants de la société ITESOFT ainsi qu'avec ceux de l'établissement

présentateur, la BANQUE DELUBAC & CIE, et de ceux de l'établissement conseil, la société ATOUT CAPITAL CORPORATE FINANCE.

Pour la société ITESOFT :

- Monsieur Benoit Dufresne, CFO.

Pour la société ATOUT CAPITAL CORPORATE FINANCE :

- Madame Mélanie Bonanno, Managing Partner,
- Monsieur Charles Billiald, Director.

Pour la BANQUE DELUBAC & CIE :

- Monsieur Mickaël Hazout, Directeur Général CIB,
- Monsieur Quentin Dumas, Analyste CIB.

9. REMUNERATION PERÇUE

Les honoraires pour cette mission se sont élevés à 90 000 euros HT. Ce montant inclut un complément d'honoraires de 40 000 euros HT au titre de diligences non anticipées à l'origine prenant en compte, en particulier, le traitement des accords connexes, la réponse aux deux courriers adressés à la société ITESOFT par un actionnaire minoritaire et la reprise de nos travaux d'évaluation, initialement réalisés sur la base des comptes intermédiaires au 30 juin 2021, suite au report du lancement de l'Offre après la publication des résultats de la société ITESOFT au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021.

Le nombre d'heures passées sur cette mission pour l'ensemble de l'équipe s'est élevé à 300 heures environ.

10. CONTEXTE ET PRESENTATION DE LA SOCIETE ITESOFT

10.1. CONTEXTE ET PRESENTATION

La société ITESOFT est une Société Anonyme au capital de 368 029,68 € euros, divisé en 6 133 828 actions de 0,06 euro de nominal chacune, dont le siège social est sis Parc d'Andron, le Séquoia, 30470 Aimargues, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nîmes sous le numéro 330 265 323.

ITESOFT est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels de traitement automatique des documents papiers (formulaires, bordereaux, chèques, questionnaires, etc.) et numériques (formulaires Internet, courriers électroniques, etc.). Fondée en 1984, les solutions logicielles développées par ITESOFT sont utilisées par plus de 650 clients, répartis dans 35 pays, depuis plus de 30 ans. A fin 2021, le groupe compte 193 collaborateurs.

Face à des organisations Grands Comptes et ETI de plus en plus matures vis-à-vis du Cloud, à leurs besoins accrus de performance et de simplicité, ITESOFT a engagé depuis plusieurs années une transformation profonde de son organisation

vers le mode SaaS⁸ qui s'est traduite par le développement d'offres de nouvelle génération. Les offres sont les suivantes :

- Solutions Cloud end-to-end
 - ✓ Streamline for Documents pour le processus de traitement des documents entrants ;
 - ✓ Streamline for Invoices pour le traitement des factures et le processus Procure-to-Pay ;
 - ✓ Streamline for Business pour le traitement et la gestion des dossiers
- Services Cloud
 - ✓ Capture as a Service : service de traitement de documents dans le cloud – reconnaissance, extraction de données, validation – comporte des déclinaisons dédiées pour certaines fonctions, comme le traitement de la facture avec Capture as a Service for Invoices pour le processus de traitement des documents entrants ;
 - ✓ Capture as a Service for Invoices : service cloud d'automatisation de l'extraction des données des factures fournisseur ;
 - ✓ Fraud Detection as a Service : service de détection de fraude de documents et de données (systématisation des contrôles, contrôle a priori dès réception du document et avant paiement, contrôle sur les données et les images via des technologies type de détection d'altération d'image [graphométrie]).

Les différentes offres logicielles « on premise⁹ » ITESOFT correspondent à l'offre historique et ne concernent désormais plus que la seule base installée. La société propose plusieurs stratégies de transition à ses clients « on premise » pour leur permettre d'évoluer vers les solutions et services Cloud de nouvelle génération. En parallèle, ITESOFT continue d'accompagner ses clients historiques sur ses offres traditionnelles installées sur site.

Outre les solutions et services Cloud, la société ITESOFT dispose d'une structure de services clients étoffée (plus de 80 collaborateurs) qui propose de nombreux services tels que : (a) audit préalable et analyse de la situation pour les besoins de l'établissement de recommandations d'implémentation, (b) analyse de workflows métier existants et recommandations d'optimisation, (c) maîtrise d'œuvre sur les projets allant de l'écriture des spécifications techniques à la recette, (d) « Tuning » de l'application une fois en production, (e) formation des utilisateurs, etc.

⁸ Software as a service (SaaS) ou logiciel en tant que service, est un modèle d'exploitation commerciale des logiciels dans lequel ceux-ci sont installés sur des serveurs distants plutôt que sur la machine de l'utilisateur.

⁹ En informatique, « on premise » désigne les logiciels nécessitant d'être installés « sur site » c'est à dire sur les serveurs locaux de l'entreprise. Le terme est traduit en français par « licence lourde » ou « auto-hébergement ».

L'Offre s'inscrit dans l'évolution récente de la société ITESOFT concernant le repli de son niveau d'activité depuis 2018¹⁰, ayant conduit CDML, certains actionnaires historiques et certains membres du comité de direction de la Société, à souhaiter participer plus activement à la définition de la stratégie de la société afin de pérenniser la poursuite de son développement. Ces derniers se sont en conséquence rapprochés afin de conclure un Pacte constitutif d'une action de concert, le 30 septembre 2021, dont l'objet vise à contrôler durablement et ensemble la conduite des affaires de la société. Cette volonté commune se traduit notamment dans le Pacte par des accords relatifs à la gouvernance et des accords restreignant les transferts des titres de la société ITESOFT.

L'Offre sera intégralement financée au moyen des fonds propres de l'Initiateur. Dans l'hypothèse où l'intégralité des actions ITESOFT visées par l'Offre serait apportée à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires de la société ITESOFT ayant apporté leurs actions à l'Offre (hors commissions et frais annexes) s'élèverait à 4 278 816 euros.

10.2. PERFORMANCES FINANCIERES HISTORIQUES

(k€)	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21
Capitaux propres	6 873	8 554	9 102	9 118	8 476	7 189
Endettement net ¹	6 199	1 967	-136	3 479	-1 575	295
PASSIF	13 072	10 521	8 966	12 597	6 901	7 484

¹ Inclus la dette de loyers IFRS 16

Bilan ITESOFT ¹ (k€)	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21
Ecart d'acquisition	1 517	1 163	795	564	321	171
Immobilisations incorporelles	3 715	3 715	3 715	3 715	3 715	3 715
Immobilisations corporelles	793	619	415	622	585	486
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location				3 954	3 487	2 812
Immobilisations financières	939	1 176	1 143	1 094	827	873
Impôts différés	4 184	3 905	3 648	3 469	3 008	1 475
Actifs non courants	11 148	10 579	9 716	13 418	11 943	9 532
Stocks						
Actifs sur contrats	15 138	14 865	13 263	12 627	9 922	10 499
Clients et comptes rattachés	383	181	317	204	246	286
Autres créances	1 636	1 319	1 285	1 499	1 049	2 970
actifs financiers	0	1	1	1	0	0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 726	4 868	5 425	4 823	13 288	8 909
Actifs non courants détenus en vue de la vente	547	417	475	414	507	615
Actifs courants	19 430	21 651	20 766	19 568	25 012	23 279
ACTIF	30 578	32 231	30 482	32 986	36 955	32 811

¹ Source ITESOFT

¹⁰ Précisons à cet égard que le résultat net au 31 décembre 2021 de la société ITESOFT est déficitaire à hauteur de 976 k€.

Bilan ITESOFT ¹ (k€)	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21
Capital	368	368	368	368	368	368
Primes	6 288	6 289	6 289	6 289	6 280	6 280
Réserves et résultat consolidé	1 328	668	2 190	3 644	4 096	3 019
Primes	-938	-1 218	-1 349	-1 463	-1 444	-1 508
Réserves et résultat consolidé	-173	2 447	1 604	280	-824	-970
Capitaux propres	6 873	8 554	9 102	9 118	8 476	7 189
Engagements de retraite	1 231	1 326	1 402	1 614	1 744	1 856
Emprunts	6 775	5 680	4 113	2 721	6 651	4 345
Dettes de loyer non courantes				3 666	3 086	2 366
Impôts différés passifs	0	0	0	0	0	0
Autres passifs à long terme						
Passifs non courants	8 006	7 006	5 515	8 001	11 481	8 566
Provisions	268	174	125	54	686	0
Emprunts à court terme	1 150	1 156	1 177	1 426	1 174	1 714
Dettes de loyer courantes				490	802	779
Fournisseurs	2 924	3 073	2 574	2 315	2 067	
Dettes sociales et fiscales	5 703	5 530	5 510	4 927	4 538	1 936
Passifs sur contrats	5654,8	6 738	6 479	6 655	7 731	7 660
Passifs courants	15 699	16 671	15 865	15 867	16 998	17 056
PASSIF	30 578	32 231	30 482	32 986	36 955	32 811

¹ Source ITESOFT

Compte de résultat ITESOFT ¹ (k€)	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21
Chiffre d'affaires	25 828	25 812	24 024	23 640	20 783	21 217
Achats consommés	-785	-280	-348	-529	-805	-1 001
Charges du personnel	-17 425	-17 317	-16 527	-16 951	-15 290	-15 887
Charges externes	-4 815	-4 585	-5 158	-4 914	-3 260	-3 637
Impôts et taxes	-701	-779	-771	-717	-617	-626
Autres produits et charges d'exploitation	1 085	839	1 341	1 229	1 034	978
Dotations aux amortissements	-686	-759	-695	-1 117	-1 153	-1 200
Dotations aux provisions	166	-7	77	-132	-460	455
Résultat opérationnel courant	2 667	2 924	1 943	509	232	299
Perte de valeur des écarts d'acquisition, Fermeture filiale	-1 787	0	0	0	0	0
Résultat opérationnel	880	2 924	1 943	509	232	299
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	47	23	37	29	9	5
Coût de l'endettement financier brut	-110	-94	-86	-105	-113	-87
Coût de l'endettement financier net	-63	-71	-49	-76	-104	-82
Autres charges et produits financiers	-477	-105	-19	182	-252	
Charges d'impôt	-689	-302	-319	-178	-461	-1 527
Résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession						
Résultat net	-349	2 446	1 556	437	-585	-976

¹ Source ITESOFT

L'analyse des comptes consolidés historiques du groupe ITESOFT entre 2005 et 2021 (pour des raisons de mise en page, les tableaux ci-avant se limitent à la présentation des comptes de la période 2016-2021) permet de mettre en évidence les points saillants suivants :

- une hausse très modérée du chiffre d'affaires de 1,5% par an en moyenne sur la période 2005-2021, le chiffre d'affaires ayant augmenté d'environ 26,4% sur la période¹¹, de 16,8 millions d'euros à 21,2 millions d'euros ;
- un taux de marge opérationnelle (excédent brut d'exploitation¹² rapporté au chiffre d'affaires), volatile¹³, de l'ordre de 5,8% en moyenne sur la période 2005-2021 ;

¹¹ Il convient de noter que le chiffre d'affaires 2020 est impacté à la baisse par la crise du Covid-19. Ainsi, sur la période 2005-2019, qui exclut donc les années fiscales 2020 et 2021, le chiffre d'affaires a augmenté d'un peu plus de 40% tandis que le taux de croissance moyen actuariel s'élève à 2,5%.

- un besoin en fonds de roulement peu ou prou égal à 0% du chiffre d'affaires sur la période longue 2005-2021¹⁴ ;
- des investissements nets plutôt faibles, qui s'élèvent à 400 k€ en moyenne sur la période 2005-2021, soit environ 1,8% du chiffre d'affaires, ITESOFT étant une société peu capitalistique ; et
- une rentabilité des capitaux employés (ROCE¹⁵) d'environ 13%¹⁶ en moyenne sur la période 2005-2019¹⁷ présentant néanmoins une forte volatilité.

Au 31 décembre 2021, l'actif net comptable de la Société ressort à 7,189 millions d'euros, soit une valeur par action ITESOFT égale à 1,25 euros sur la base du nombre d'actions en circulation égal à 5 741 379 hors autocontrôle (soit 392 449 actions à cette même date).

11. EVALUATION DE LA SOCIETE ITESOFT

A l'instar de la pratique observée en matière d'expertise indépendante dans le cadre de la réglementation AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la société ITESOFT. Celle-ci repose sur plusieurs méthodologies : **(1)** l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF¹⁸), **(2)** la référence au cours de bourse et, à titre indicatif, **(3)** la méthode des comparables boursiers.

Les méthodes de valorisation que nous avons écartées sont les suivantes :

1) L'actif net comptable (ANC)

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle ne prend pas en compte la valeur des actifs incorporels générés en interne, ceux-ci étant pour certains absents du bilan de la société ITESOFT.

2) La méthode du rendement

Cette méthode consiste à valoriser directement les capitaux propres de la société sur la base de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation dans la mesure où elle est largement redondante avec la méthode

¹² L'excédent brut d'exploitation a été calculé après annulation de l'impact de la norme IFRS 16 pour les années 2019, 2020 et 2021. Il inclut en outre le crédit impôt recherche.

¹³ Ecart-type de 5,5% du taux de marge opérationnelle (soit un écart-type exprimé en pourcentage du taux moyen de 95,3%) avec un minimum à -7,2% (année 2007) et un maximum à 14,3% (année 2017).

¹⁴ Moyenne de -0,8% et médiane de -0,9% sur la période 2005-2021. Il convient de noter que, sur la période plus récente 2014-2021, le BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires s'établit à 3,1%, avec une tendance baissière sur l'historique récent ayant probablement pour origine la montée en puissance des abonnements Saas (Software As A Service) qui se substituent progressivement au mode licence.

¹⁵ Le ROCE correspond au rapport entre le résultat d'exploitation après impôt sur les capitaux employés (capitaux propres auxquels s'ajoute l'endettement net).

¹⁶ Le ROCE anticipé à la fin du plan d'affaires, soit en 2026, ressort à 18%, reflétant une faible progression, ayant pour origine la période de transition liée à la montée en puissance de l'offre Saas ainsi que les effets de la crise Covid anticipés dans le futur court et moyen terme.

¹⁷ Nous avons exclu de l'analyse les années fiscales 2020 et 2021 impactées par la crise du Covid-19.

¹⁸ Discounted Cash Flows.

de l'actualisation des flux de trésorerie disponible mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation multicritères.

3) La référence aux objectifs des analystes financiers

Les méthodes fondées sur les objectifs de cours publiés par les analystes financiers ne constituent pas à proprement parler des méthodes de valorisation mais fournissent des tendances sur la valeur d'entreprise ; à ce titre, les objectifs de cours constituent une référence de valorisation. La société ITESOFT n'étant suivie que par un seul bureau d'analystes financiers (PORTZAMPARC), nous avons écarté cette référence de valorisation. A titre d'information, les analystes de la société PORTZAMPARC ont publié un Flash le 7 février 2022 indiquant un objectif de cours de 4,00 euros accompagné de la recommandation « Conserver »¹⁹.

4) La méthode des transactions comparables

Cette approche vise à reconstituer le prix de cession théorique de la société à évaluer par référence à des transactions récentes intervenues sur le capital de sociétés présentant des caractéristiques semblables. Outre les biais liés à cette méthode (existence d'une prime de contrôle, valeur incluant les synergies éventuelles, fiabilité de l'information publique disponible sujette à caution), nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation dans la mesure où nous n'avons pu identifier de transactions récentes sur des sociétés directement comparables à la société ITESOFT (en particulier en termes d'activité, de modèle économique [mix On premise/Saas], de taille et de profitabilité).

Tous nos calculs ont été réalisés sur la base du nombre d'actions au 31 décembre 2021 (6 133 828) sous déduction de l'autocontrôle (392 449) à cette même date, soit 5 741 379.

11.1. METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation²⁰, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Cette approche de valorisation dite « intrinsèque » repose sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de la société à évaluer.

11.1.1. Analyse du business plan

Le management de la société ITESOFT nous a transmis son business plan, élaboré sur l'horizon 2022-2026, afin que nous puissions mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Les prévisions d'exploitation résultent notamment des hypothèses structurantes suivantes :

¹⁹ Pour information, la note Portzamparc du 21 janvier 2022 indiquait un objectif de cours de 3,78 euros accompagné de la recommandation « Acheter ».

²⁰ Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

- une croissance moyenne actuarielle du chiffre d'affaires plutôt forte de 9,2% sur l'horizon 2021-2026, l'année 2021 correspondant à un point bas conséquence de la crise du Covid-19²¹ ;
- un taux de marge opérationnelle²² (EBE/CA) en progression, de 3,6%²³ en 2022 pour atteindre 6,7% à l'horizon 2026, un peu au-dessus du taux de marge opérationnelle moyen de long terme égal à 5,8%²⁴ ;
- un niveau d'investissement modéré, représentant 1,8% du chiffre d'affaires consolidé, en lien avec une activité faiblement capitalistique ;
- et un besoin en fonds de roulement (BFR) normatif de 0% sur la période 2005-2021.

Nous constatons :

- une montée en puissance des abonnements Saas sur la période 2022-2026, les ventes de licence « on premise » ayant totalement disparu à l'horizon 2026 ;
- une forte croissance anticipée du chiffre d'affaires de 9,2% sur l'horizon du business plan, décorrelée de celle historique de long terme, égale à 1,5% sur la période 2005-2021, ayant en particulier pour origine le rattrapage lié à l'impact du Covid-19 et la montée anticipée des ventes à l'international, rendue possible grâce la technologie Saas qui permet de substituer aux ventes de licences « on premise » celles des abonnements Saas ;
- un retour à la profitabilité de long terme progressif, cohérent avec la transition accélérée des nouveaux clients vers le mode SaaS et le développement à l'international, qui devraient tous deux peser sur les comptes²⁵ ;
- un ROCE, démarrant d'un niveau bas en 2022, qui atteint 18% en 2026, soit un niveau bien au-dessus de son niveau moyen de long terme égal à 10,3%²⁶.

Le business plan ITESOFT nous semble raisonnablement réaliste, la forte croissance anticipée étant à la fois documentée et cohérente avec la stratégie de la société et le retour à la profitabilité de long terme progressif, conséquence directe de la stratégie mise en œuvre.

Nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible sur la base de ce business plan pris en l'état, après annulation néanmoins du retraitement IFRS 16.

²¹ Sur la période 2019-2026, la croissance moyenne actuarielle ressort à 4,9%.

²² Le taux de marge opérationnelle a été déterminé après annulation du retraitement IFRS 16 (réintégration des loyers dans les charges opérationnelles).

²³ La profitabilité prévisionnelle, telle qu'elle apparaît dans le business plan qui nous a été transmis, en progression à partir du point bas qu'est l'année fiscale 2022, est impactée en particulier par les deux facteurs suivants : la crise du Covid-19 et les investissements nécessaires à la stratégie de développement à l'international rendue exécutable grâce à la progression des abonnements Saas.

²⁴ Sur la période 2005-2021, le taux de marge opérationnelle ressort à 5,8% en moyenne tandis que la médiane s'établit à 5,1%.

²⁵ Le groupe anticipe en effet des investissements en R&D soutenus concomitants à un impact défavorable des dépenses marketing et des déplacements liés au développement à l'international.

²⁶ Moyenne calculée sur l'horizon 2005-2021.

11.1.2. Principales hypothèses de valorisation

La date de démarrage de la valorisation a été fixée au 31 décembre 2021, soit la date de clôture des comptes la plus proche de l'Offre envisagée.

a) Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût d'opportunité²⁷ du capital de la société ITESOFT. Le taux retenu de 10,46% a été calculé, selon le MEDAF²⁸, sur la base des paramètres suivants :

- le taux sans risque est égal à 0,71% et correspond à la moyenne du taux de l'échéance constante de maturité 10 ans ($TEC_{10\text{ans}}$) du mois de mars 2022,
- le bêta désendetté de la société ITESOFT a été fixé à 0,93²⁹,
- la prime de risque du marché a été fixée à 6,72%, fondée sur la moyenne des primes utilisées par les experts indépendants au cours des 6 derniers mois précédant le 31 mars 2022,
- une prime de risque spécifique de 3,5% a été ajoutée afin de tenir compte de l'exigence de rendement additionnel des investisseurs pour les sociétés de petite taille.

b) Taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 2%³⁰ et correspond au taux d'inflation de moyen terme de la zone Euro³¹.

c) Taux de marge opérationnelle normatif

Pour les besoins de la détermination du flux de trésorerie de la valeur terminale, nous avons retenu un taux de marge opérationnelle normatif à l'infini de 6,9%³², légèrement au-dessus du taux tel qu'il ressort du business plan au terme de la période explicite, soit celui de l'année 2026, égal à 6,7%. Selon le management de la société ITESOFT, ce taux trouve sa justification dans les gains de productivité anticipés sur le long terme liés au mode SaaS et au développement à l'international.

d) Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement que nous avons retenu, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 0% établi sur la base des comptes historiques de la période 2005-2021. Il convient de noter par ailleurs que la montée en charge des licences SaaS sur l'horizon du business plan et au-delà, au détriment des ventes de licences, est de nature à réduire le BFR voire à conduire, le cas échéant, à un excédent en fonds de roulement (EFR).

²⁷ Soit le coût des fonds propres en l'absence d'endettement.

²⁸ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

²⁹ Bêta désendetté du secteur Software (System & Application), Europe (Source Damodaran), auquel appartient la société ITESOFT au 5 janvier 2022.

³⁰ A titre d'information, le taux de croissance moyen du PIB France ressort à 1,0% sur la période 2009-2019 (Source Insee).

³¹ Taux intermédiaire entre le taux d'inflation anticipé de la zone Euro de l'année 2022 (3%) et celui de l'année 2023 (1,7%).

³² Rapport de l'excédent brut d'exploitation sur le chiffre d'affaires. Rappelons que ce taux s'entend après impact de l'annulation du retraitement IFRS 16 réalisée par nos soins.

e) Taux d'imposition

Le taux d'impôt est fixé à 25%, soit le taux d'impôt en vigueur en France.

f) Déficits reportables

Au 31 décembre 2021, le groupe ITESOFT dispose de 13,303 millions d'euros de déficits reportables. Selon nos calculs, sur la base d'un taux d'actualisation de 10,46% (cf. supra §.11.1.2.a), la valeur des économies d'impôt correspondante s'élève à 1,533 million d'euros.

g) Eléments de calcul de l'endettement net

Le tableau ci-dessous détaille le calcul de l'endettement net au 31 décembre 2021 :

<i>En milliers d'€</i>	31-déc.-21
Dettes financières > 1 an	4 345
Dettes financières < 1 an	1 714
Provision pour pensions et obligations (nette d'impôt)	1 364
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-8 909
Autres actifs financiers non courants	-873
Endettement net	-2 359

Source ITESOFT

Sur la base de ces éléments, l'endettement net retenu pour les besoins de la valorisation de la société ITESOFT ressort donc à -2,359 millions d'euros au 31 décembre 2021, soit une trésorerie nette positive.

11.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La somme des flux de trésorerie disponible actualisés au coût d'opportunité du capital constitue la valeur d'entreprise de la société ITESOFT. Le tableau ci-dessous décrit le passage de la valeur d'entreprise ainsi calculée à la valeur des capitaux propres :

<i>(en milliers d'€)</i>	déc.-21
Flux 2022 - 2026 actualisés (+)	2 146
Valeur terminale actualisée (+)	9 279
Valeur d'entreprise	11 425
Endettement net (-)	-2 359
Valeur du stock de déficits reportables (+)	1 533
Capitaux propres	15 317
Nombre d'actions (/)	5 741 379
Valeur par action (€)	2,67

La valeur de la société ITESOFT s'établit à 15,317 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal

à 5 741 379 à la date du présent rapport, la valeur de la société ITESOFT ressort à 2,67 euros par action.

11.1.4. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-dessous présente la valeur de l'action ITESOFT sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

(€)		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Taux de croissance à l'infini (%)	1,0%	2,75	2,61	2,48	2,36	2,26
	1,5%	2,87	2,71	2,57	2,44	2,33
	2,0%	3,00	2,82	2,67	2,53	2,41
	2,5%	3,15	2,95	2,78	2,63	2,49
	3,0%	3,33	3,10	2,91	2,74	2,59

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action ITESOFT sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de marge opérationnelle :

(€)		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
EBE (%)	5,9%	2,62	2,48	2,35	2,24	2,14
	6,4%	2,81	2,65	2,51	2,38	2,27
	6,9%	3,00	2,82	2,67	2,53	2,41
	7,4%	3,19	2,99	2,83	2,68	2,54
	7,9%	3,37	3,17	2,98	2,82	2,68

11.1.5. Conclusion

La société ITESOFT a été évaluée selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

La valeur de la société ITESOFT s'établit à 15,317 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 5 741 379, la valeur de l'action ITESOFT ressort à 2,67 euros, dans une fourchette comprise entre 2,38 euros et 2,99 euros.

11.2. REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La société ITESOFT est une société cotée sur le compartiment C du marché réglementé de Euronext Paris sous le code ISIN FR0004026151 (code mnémonique TIE). Le tableau ci-dessous présente les volumes de titres de la société ITESOFT échangés au cours des 24 derniers mois (précédant le 1^{er} octobre 2021, date du communiqué d'annonce de l'Offre) ainsi que la rotation du capital correspondante :

ITESOFT	Nombre d'actions échangées	Rotation du capital ¹ (en % du capital)	Rotation du capital ² (en % du flottant)
Volumes échangés 1 mois	24 955	0,41%	2,33%
Volumes échangés 2 mois	51 535	0,84%	4,82%
Volumes échangés 3 mois	68 378	1,11%	6,39%
Volumes échangés 6 mois	216 411	3,53%	20,23%
Volumes échangés 12 mois	630 990	10,29%	58,99%
Volumes échangés 24 mois	1 064 301	17,35%	99,49%

¹ Sur la base du nombre d'actions composant le capital au 30/09/2021 soit 6 133 828

² Sur la base du nombre d'actions composant le capital au 30/09/2021 soit 1 069 704

Au 30 septembre 2021³³, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois s'élève à 630 990. Rapporté au nombre d'actions composant le capital social, soit 6 133 828 actions au 30 septembre 2021, le taux de rotation du capital ressort à 10,29% tandis que celui du flottant ressort à 58,99%. Par ailleurs, du 1^{er} janvier au 30 septembre 2021, 525 846 actions ont été échangées représentant 8,57% du capital pour un volume de transactions d'environ 1 846 k€ ; ces échanges représentent un volume moyen journalier de 2 739 actions.

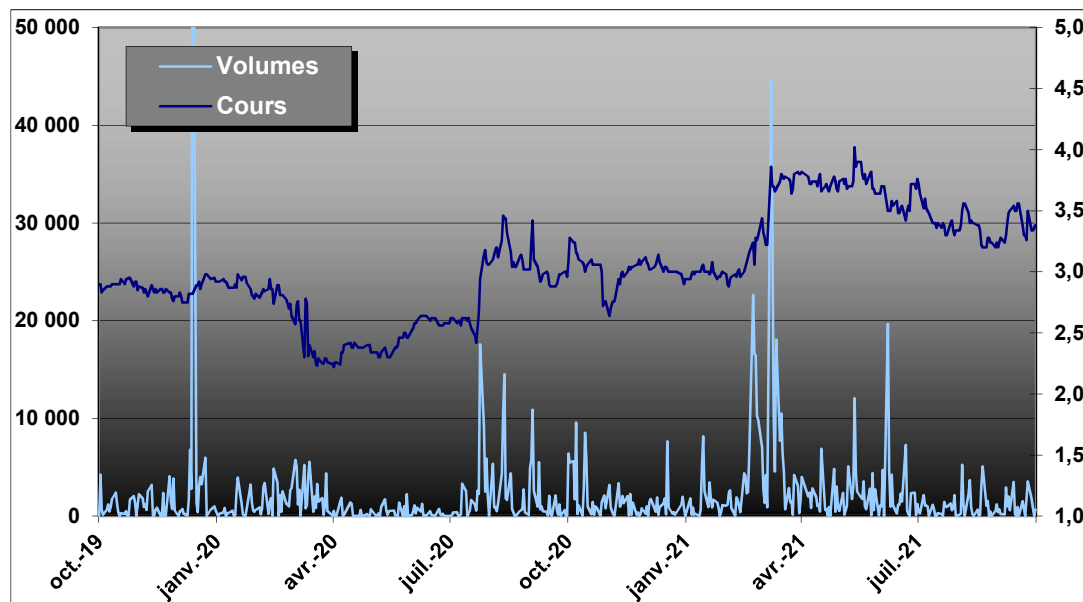
La liquidité des titres ITESOFT, quoique limitée, nous semble, dès lors qu'elle est rapportée au flottant, suffisamment importante pour rendre la référence au cours de bourse pertinente.

Quoique la crise du Covid-19 ne soit pas totalement terminée, le cours de bourse semble avoir franchi un palier à la hausse depuis mars 2021 pour évoluer dans un tunnel compris entre 3,20 euros et 4,00 euros. Le graphique ci-après montre l'évolution du cours de bourse ainsi que les volumes échangés du titre ITESOFT sur les 24 derniers mois :

³³ Dernière date de cotation précédant le communiqué d'annonce de l'Offre du 1^{er} octobre 2021.

Volumes échangés

En euro par action



Le tableau ci-dessous présente les cours de bourse pondérés par les volumes ainsi que les primes / (décotes) correspondantes :

ITESOFT	Cours moyen pondéré par les volumes ¹ (€)	Prime / (décotes) (%)
Cours de clôture ²	3,38	18,3%
Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	3,40	17,7%
Cours moyen pondéré par les volumes 2 mois	3,38	18,5%
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	3,39	18,1%
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	3,59	11,3%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	3,43	16,6%
Cours moyen pondéré par les volumes 24 mois	3,20	25,0%
Cours le plus haut depuis 12 mois	4,02	-0,5%
Cours le plus bas depuis 12 mois	2,64	51,5%

¹ Etabli sur la base des cours de clôture extraits de Boursorama

² Cours au 30 septembre 2021

Sur les 12 derniers mois (précédant le 30 septembre 2021), le cours moyen pondéré par les volumes le plus haut s'élève à 4,02 euros, correspondant à une valeur de la société ITESOFT égale à 23,080 millions d'euros. Sur la même période, le cours moyen pondéré par les volumes le plus bas s'élève à 2,64 euros correspondant à une valeur de la société ITESOFT égale à 15,157 millions d'euros.

La valeur de la société ITESOFT est comprise entre 15,157 millions d'euros et 23,080 millions d'euros selon la référence au cours de bourse sur une période

récente. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 5 741 379, la valeur de l'action ITESOFT ressort dans une fourchette comprise entre 2,64 euros et 4,02 euros.

Le tableau ci-dessous présente, à titre indicatif, les cours de bourse pondérés par les volumes ainsi que les primes / (décotes) correspondantes sur des périodes variant de 1 mois à 24 mois précédant le 22 avril 2022, dernier jour de négociation avant le dépôt du projet d'Offre :

ITESOFT	Cours moyen pondéré par les volumes ¹ (€)	Prime / (décotes) (%)
Cours de clôture ²	3,96	1,0%
Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	3,96	1,0%
Cours moyen pondéré par les volumes 2 mois	3,97	0,8%
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	3,97	0,7%
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	3,99	0,3%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	3,91	2,2%
Cours moyen pondéré par les volumes 24 mois	3,65	9,6%
Cours le plus haut depuis 12 mois	4,22	-5,2%
Cours le plus bas depuis 12 mois	3,20	25,0%

¹ Etabli sur la base des cours de clôture extraits de Boursorama

² Cours au 22 avril 2022

Sur les 12 derniers mois (précédant le 22 avril 2022), le cours moyen pondéré par les volumes le plus haut s'élève à 4,22 euros, correspondant à une valeur de la société ITESOFT égale à 24,229 millions d'euros. Sur la même période, le cours moyen pondéré par les volumes le plus bas s'élève à 3,2 euros correspondant à une valeur de la société ITESOFT égale à 18,372 millions d'euros.

11.3. METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Au préalable, il convient de préciser que cette approche de valorisation est utilisée à titre purement indicatif car nous n'avons pas trouvé de sociétés cotées françaises ou étrangères dont l'activité opérationnelle soit proche de celle de la société ITESOFT. Nous avons donc sélectionné des sociétés cotées françaises et étrangères d'édition de logiciels, en mode Saas et/ou « on premise », et ce, même si leur métier est éloigné de celui d'ITESOFT (digitalisation et automatisation du traitement des documents) privilégiant plutôt les similitudes de modèle économique. De surcroît, suite à la crise du Covid-19 et à son impact financier et économique sur les entreprises³⁴, il nous semble que l'application des multiples boursiers prospectifs observés sur les sociétés comparables cotées retenues par nos soins présente une pertinence assez limitée.

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer, au cas d'espèce la société ITESOFT, les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables. Cette approche revient à évaluer l'entreprise en se

³⁴ D'une façon générale, force est de constater une forte volatilité des cours de bourse et des incertitudes sur les consensus issus des prévisions des analystes financiers.

basant sur la manière dont le marché valorise des actifs ou des sociétés similaires. C'est une méthode dite indirecte puisque la société est évaluée globalement de sorte que la valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant l'endettement net à la valeur d'entreprise.

Les sociétés cotées que nous avons sélectionnées sont les suivantes :

ESKER (FR) est une société spécialisée dans la conception et l'édition de logiciels de traitement automatique de fax, de diffusion électronique de supports papiers et de connectivité. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 133,6 millions d'euros et un résultat d'exploitation de 16,6 millions d'euros.

CEGEDIM (FR) est une société spécialisée dans la conception de logiciels, la collecte, le traitement et la diffusion de données dans l'écosystème de la santé. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 524,7 millions d'euros et un résultat opérationnel courant de 39,9 millions d'euros.

LINEDATA SERVICES (FR) est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels destinés au secteur de la finance. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 160,2 millions d'euros et un résultat opérationnel de 38,4 millions d'euros.

GENERIX (FR), fondée en 1990, développe des solutions SaaS pour la chaîne d'approvisionnement en proposant des solutions d'exécution via des logiciels de gestion d'entrepôt et de gestion du transport optimisant les coûts de transport et les frais administratifs. Pour l'exercice 2020-2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 80,3 millions d'euros et un résultat opérationnel courant de 7,2 millions d'euros.

VISIATIV (FR) est une société spécialisée dans l'édition et l'intégration de logiciels collaboratifs dédiés à la transformation numérique des entreprises. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 214,4 millions d'euros et un résultat d'exploitation de 15 millions d'euros.

AXWAY SOFTWARE (FR) est une société spécialisée dans l'édition de solutions informatiques ainsi que dans la transformation digitale. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 285,5 millions d'euros et un résultat opérationnel courant de 19,9 millions d'euros.

OPEN TEXT CORPORATION (US), fondée en 1971, développe et vend des solutions logicielles pour les petites et moyennes entreprises. La société propose des logiciels d'infrastructure, de modernisation et de connectivité des applications ainsi que de gestion des opérations informatiques. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 3 386,1 millions de dollars et un EBIT de 740,9 millions de dollars.

SOLARWINDS CORPORATION (US), fondée en 1998, fournit des logiciels de gestion d'infrastructures informatiques (ITIM). La société propose des produits de surveillance et de gestion des infrastructures de réseaux, de systèmes, d'applications, de sites web et de bases de données. SOLARWINDS développe également des solutions de

gestion des services informatiques avec des logiciels de surveillance et de gestion à distance. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 718,6 millions de dollars et un EBIT de -32,9 millions de dollars.

GK SOFTWARE (GE), société du secteur des ESN basée en Allemagne, développe des logiciels de vente au détail pour les entreprises et les magasins locaux. La société, qui compte 1200 employés environ, est présente dans de nombreux pays dont la République tchèque, l'Allemagne, la Suisse, la Russie, l'Ukraine, l'Afrique du Sud et les États-Unis. En 2021, GK SOFTWARE a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 130,8 millions d'euros et un résultat opérationnel de 17,3 millions d'euros.

USU SOFTWARE (GE), fondée en 1997, fournit des solutions logicielles de technologie de l'information (IT) et de gestion des connaissances Knowledge Management. USU SOFTWARE commercialise des services de gestion de l'infrastructure pour l'administration des actifs informatiques, des produits de surveillance des médias sociaux et divers systèmes nécessaires à l'informatique. En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 111,9 millions d'euros et un EBIT de 11,5 millions d'euros.

MICRO FOCUS (GB), fondée en 1971, développe et vend des solutions logicielles pour les petites et moyennes entreprises. La société propose des logiciels d'infrastructure, de modernisation et de connectivité des applications ainsi que de gestion des opérations informatiques. MICRO FOCUS commercialise un produit ITSM dénommé *Micro Focus Service Management Automation X* (SMAX). En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2 900 millions de dollars et un résultat d'exploitation de -265,6 millions de dollars.

Le tableau ci-après présente les taux de marge opérationnelle des sociétés cotées comparables qui composent notre échantillon :

en milliers d'euros	Pays	Capi. ¹	2020	2021	2022	2023
ESKER	FR	1 021	19%	21%	20%	20%
CEGEDIM	FR	346	18%	17%	17%	18%
LINEDATA SERVICES	FR	266	28%	31%	28%	28%
GENERIX	FR	164	14%	N/A	12%	13%
VISIATIV	FR	144	8%	10%	12%	13%
AXWAY SOFTWARE	FR	355	12%	13%	11%	12%
OPEN TEXT CORPORATION	US	11 781	31%	39%	36%	38%
SOLARWINDS CORPORATION	US	2 157	36%	42%	41%	42%
GK SOFTWARE	GE	294	14%	18%	19%	19%
USU SOFTWARE	GE	237	7%	11%	12%	12%
MICRO FOCUS	GB	1 859	32%	33%	32%	33%
Moyenne			20%	24%	22%	23%
Médiane			18%	20%	19%	19%

¹ Capitalisation boursière (en millions d'unités monétaires locales)

Nous constatons qu'aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société ITESOFT. En particulier, les sociétés retenues de

l'échantillon présentent toutes une profitabilité très supérieure à celle d'ITESOFT, de même s'agissant de leur capitalisation boursière.

Pour les besoins de la valorisation selon l'approche des comparables boursiers, nous avons retenu les critères de multiples de chiffre d'affaires (CA) et d'excédent brut d'exploitation³⁵ (EBE). S'agissant des multiples de chiffre d'affaires, nous avons calculé les multiples implicites sur la base d'une régression par rapport au taux de marge opérationnelle (EBE/CA).

Le tableau ci-après présente les multiples implicites de chiffre d'affaires résultant de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par S&P Global Market Intelligence :

en milliers d'euros	Pays	Capi. ¹	x CA			
			2020	2021	2022	2023
ESKER	FR	1 021	8,81	7,37	6,33	5,39
CEGEDIM	FR	346	1,03	0,97	0,93	0,90
LINEDATA SERVICES	FR	266	1,88	1,89	1,85	1,82
GENERIX	FR	164	2,08	2,11	2,01	1,88
VISIATIV	FR	144	0,92	0,81	0,77	0,73
AXWAY SOFTWARE	FR	355	1,32	1,37	1,36	1,31
OPEN TEXT CORPORATION	US	11 781	4,38	4,03	3,87	3,70
SOLARWINDS CORPORATION	US	2 157	3,24	4,61	4,47	4,26
GK SOFTWARE	GE	294	2,16	1,95	1,67	1,49
USU SOFTWARE	GE	237	1,99	1,90	1,70	1,53
MICRO FOCUS	GB	1 859	1,95	2,02	2,18	2,26
Médiane			2,7	2,6	2,5	2,3
Médiane			2,0	1,9	1,8	1,8
Critère (SIG Itesoft)			20 783	21 217	21 604	22 851
Multiple // analyse de régression			1,1	0,1	0,6	0,4
Valeur d'entreprise			23 691	1 622	12 731	9 260
Endettement net (-)			-2 359	-2 359	-2 359	-2 359
Valeur du stock de déficits reportables (+)			1 533	1 533	1 533	1 533
Valeur des capitaux propres			27 583	5 514	16 623	13 152
Valur des capitaux propres - moyenne -				15 718		
Nombre d'actions				5 741 379		
Valeur par action (€)				2,74		

¹ Capitalisation boursière (en millions d'unités monétaires locales)

Le tableau ci-après présente les multiples implicites d'excédent brut d'exploitation résultant de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par S&P Global Market Intelligence :

³⁵ S'agissant de l'EBE des sociétés composant l'échantillon des sociétés comparables cotées, nous avons annulé l'impact lié au retraitement IFRS 16 des sociétés présentant des comptes financiers consolidés aux normes IFRS (ESKER et VISIATIV présentent des comptes consolidés French Gaap). Pratiquement, nous avons réintégré la charge de loyers opérationnels des années fiscales 2021 et 2022.

en milliers d'euros	Pays	Capi. ¹	x EBE			
			2020	2021	2022	2023
ESKER	FR	1 021	46,19	34,52	32,16	26,75
CEGEDIM	FR	346	5,81	5,69	5,39	5,02
LINEDATA SERVICES	FR	266	6,76	6,16	6,58	6,62
GENERIX	FR	164	14,56	N/A	16,58	14,33
VISIATIV	FR	144	12,16	7,87	6,35	5,56
AXWAY SOFTWARE	FR	355	11,01	10,76	12,09	10,88
OPEN TEXT CORPORATION	US	11 781	14,19	10,37	10,67	9,75
SOLARWINDS CORPORATION	US	2 157	9,06	10,94	10,91	10,14
GK SOFTWARE	GE	294	15,49	10,67	8,92	7,78
USU SOFTWARE	GE	237	27,84	17,87	14,67	12,44
MICRO FOCUS	GB	1 859	6,03	6,11	6,85	6,76
Moyenne			15,4	12,1	11,9	10,5
Médiane			12,2	10,5	10,7	9,8
Critère (SIG Itesoft)			1 281	160	778	791
Multiple implicite - moyenne -			15,4	12,1	11,9	10,5
Valeur d'entreprise			19 694	1 935	9 279	8 343
Endettement net (-)			-2 359	-2 359	-2 359	-2 359
Valeur du stock de déficits reportables (+)			1 533	1 533	1 533	1 533
Valeur des capitaux propres			23 586	5 827	13 171	12 235
Valur des capitaux propres - moyenne -				13 705		
Nombre d'actions				5 741 379		
Valeur par action (€)				2,39		

¹ Capitalisation boursière (en millions d'unités monétaires locales)

La valeur de la société ITESOFT s'établit respectivement à 15,7 millions d'euros selon les multiples de chiffre d'affaires et 13,7 millions d'euros selon les multiples d'excédent brut d'exploitation. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 5 741 379, la valeur de l'action ITESOFT ressort respectivement à 2,74 euros selon les multiples de chiffre d'affaires et 2,39 euros selon les multiples d'excédent brut d'exploitation.

11.4. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux, le prix d'offre retenu, soit 4 euros par action, fait apparaître les primes et/ou décotes suivantes par rapport aux valeurs (centrales) résultant des méthodes que nous avons sélectionnées :

Méthodes de valorisation retenues	Valeur	Prime / (décote) (%)	Prix d'offre
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible	2,67 €	49,9%	4,00 €

Méthodes de valorisation retenues	Valeur	Prime / (décote) (%)	Prix d'offre
Cours au 30 septembre 2021 ¹	3,38 €	18,3%	4,00 €
Cours moyen pondéré 1 mois	3,40 €	17,7%	4,00 €
Cours moyen pondéré 3 mois	3,39 €	18,1%	4,00 €
Cours moyen pondéré 6 mois	3,59 €	11,3%	4,00 €
Cours moyen pondéré 12 mois	3,43 €	16,6%	4,00 €

A titre indicatif

Méthode des comparables boursiers : multiples de chiffre d'affaires	2,74 €	46,1%	4,00 €
Méthode des comparables boursiers : multiples d'excédent brut d'exploitation	2,39 €	67,6%	4,00 €

Cours au 22 avril 2022 ²	3,96 €	1,0%	4,00 €
Cours moyen pondéré 1 mois	3,96 €	1,0%	4,00 €
Cours moyen pondéré 3 mois	3,97 €	0,7%	4,00 €
Cours moyen pondéré 6 mois	3,99 €	0,3%	4,00 €
Cours moyen pondéré 12 mois	3,91 €	2,2%	4,00 €

¹ Dernière date de cotation précédant le communiqué d'annonce de l'Offre du 1^{er} octobre 2021

² Dernier jour de négociation avant le dépôt du projet d'offre

12. COMMENTAIRES D'ACTIONNAIRES MINORITAIRES

12.1. ANALYSE DU COURRIER DU 15 OCTOBRE 2021 D'UN ACTIONNAIRE MINORITAIRE

Le 15 octobre 2021, un courrier électronique a été adressé à Monsieur Didier Charpentier, Président Directeur Général de la société ITESOFT, dont nous étions en copie, accompagné de documents annexes, d'un actionnaire minoritaire détenant 3,6% du capital au 9 mars 2022. L'actionnaire minoritaire considère dans son courrier que le prix d'Offre de 4 euros par action sous-évalue la valeur du titre ITESOFT et demande en

conséquence le relèvement du prix d'Offre, au choix, à 4,20 euros par action assorti d'un complément de prix d'une durée de 8 ans en cas de changement de contrôle à un prix supérieur à celui de l'OPAS ou à 4,80 euros par action, cette fois sans complément de prix, cette dernière proposition correspondant à une augmentation de 22% par rapport au prix actuel.

Les points sur lesquels s'appuie l'actionnaire minoritaire pour réclamer un relèvement du prix d'Offre sont les suivants :

- la référence au cours d'introduction en bourse de 8,9 euros par action ITESOFT en date du 8 février 2001 ;
- la valorisation de l'autocontrôle qui ressort à 3,99 euros par action ITESOFT proche du prix d'Offre ;
- les décrets récents relatifs à l'obligation faites aux entreprises d'adopter la facture électronique auquel s'ajoute la baisse de l'impôt sur les sociétés à partir de 2022 susceptibles de conduire à une augmentation des résultats nets à terme ;
- les comparables ESKER et STREAMWIDE qui extériorisent des multiples de chiffre d'affaires implicites supérieurs à 6 ;
- le ScoreCard en date du 13 octobre 2021 établi par la banque BFORBANK, filiale du CREDIT AGRICOLE, qui valorise ITESOFT à 4,20 euros.

12.1.1 Sur le cours d'introduction en bourse

L'introduction en bourse de la société ITESOFT en date du 8 février 2001 valorisait cette dernière à hauteur de 8,9 euros par action, soit plus de deux fois le prix d'Offre. Nous considérons que cette référence n'est pas pertinente. En effet, la valeur d'introduction en bourse est très ancienne (près de 20 ans) et dès lors ne peut être retenue, même à titre indicatif. La pratique commune des évaluateurs consiste à se référer aux cours des 12 derniers mois voire ceux des 24 derniers mois au maximum. Au cas d'espèce, nous nous sommes appuyés sur les cours des 12 derniers mois considérant que le contexte à 24 mois était très différent de celui qui prévaut désormais depuis la pandémie du Covid-19, en particulier s'agissant de l'environnement économique.

12.1.2 Sur la valeur par action de l'autocontrôle

La valeur par action de l'autocontrôle correspond à une moyenne pondérée. Selon les informations que nous a communiquées le management de la société ITESOFT, il apparaît que les valeurs de rachat des actions ITESOFT des 12 derniers mois ont toutes été effectuées sur la base d'un prix par action inférieur au prix d'Offre. A titre d'illustration, les deux seuls rachats de l'année fiscale 2021 ont été réalisés sur la base d'un prix de rachat respectivement de 2,97 euros (38 726 actions ITESOFT acquises le 29 janvier 2021) et 3,01 euros (3 310 actions ITESOFT acquises le 17 février 2021), soit deux transactions réalisées plus de 30% au-dessous du prix d'Offre.

12.1.3 Sur les décrets relatifs à l'adoption de la facture électronique et la baisse d'impôt programmée

Sur la base des échanges que nous avons eus avec les représentants du groupe ITESOFT, il apparaît que la facturation électronique, obligatoire pour les grosses entreprises à partir de 2023, 2024 pour les PME et 2026 pour toutes les entreprises, devrait globalement

avoir un impact négatif pour le groupe ITESOFT, le traitement de la facture entrante³⁶, dans lequel est spécialisé ce dernier, devant quasi disparaître à terme suite à l'arrivée de Chorus, plateforme de l'Etat du traitement des factures électroniques. Les clients pourront en effet directement accéder à leurs factures fournisseurs sous format électronique de sorte que deux des trois piliers (Capture/Processus/Conformité) qui fondent la solution ITESOFT, à savoir Capture et Conformité, seront traités par Chorus.

Le business plan, qui anticipe cet impact à la baisse, tient compte, cette fois à la hausse, de l'arrivée de nouveaux éléments de valeur et de différenciation fondés sur le traitement agile, rapide et intelligent du dossier facture mais aussi de la stratégie de développement à l'internationalisation initiée par ITESOFT afin de prendre place sur le marché du traitement des factures étrangères non couvertes par la plateforme d'Etat.

S'agissant de l'impôt sur les sociétés, comme précisé au paragraphe 11.1.2.e du présent rapport, nous avons bien retenu un taux d'impôt sur les sociétés à la baisse (25%), applicable à partir de 2022, pour les besoins de la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie disponible. Nous relevons que la prise en compte de cet élément ne nous conduit pas à une valeur intrinsèque supérieure au prix d'Offre de 4 euros par action ITESOFT (cf. supra §.11.1.3).

12.1.4 Sur les références aux sociétés ESKER et STREAMWIDE

Il convient de préciser au préalable que nous n'avons retenu la méthode des comparables boursiers qu'à seul titre indicatif dans la mesure où il n'existe pas de sociétés directement comparables en termes d'activité à la société ITESOFT (cf. supra §.11.3).

Les remarques de l'actionnaire minoritaire sur l'application des multiples implicites de chiffre d'affaires appellent les commentaires suivants :

- la société STREAMWIDE, spécialisée dans l'édition de logiciels destinés à fournir des services de téléphonie à valeur ajoutée (solutions de messagerie, de taxation et de gestion des comptes prépayés, etc.), n'est pas directement comparable à la société ITESOFT en termes d'activité.
- l'option retenue par l'actionnaire minoritaire, à savoir l'application du seul indicateur des multiples implicites de chiffre d'affaires, nous semble critiquable dans la mesure où cet indicateur ne tient pas compte des perspectives de profitabilité futures de la société évaluée au contraire de celle des multiples implicites d'excédent brut d'exploitation. Au cas d'espèce, la société ESKER est significativement plus profitable qu'ITESOFT ce qui impacte à la hausse son cours de bourse et discrédite donc le recours à cet indicateur. Par ailleurs, ESKER profite d'un modèle presque exclusivement Saas, au contraire d'ITESOFT, et bénéficie d'une présence à l'international beaucoup plus développée, ces éléments étant probablement à l'origine d'une valorisation plus élevée voire d'une possible surévaluation du titre ESKER ;
- l'application de la méthode des comparables boursiers suppose la constitution d'un échantillon de plusieurs sociétés dites « comparables » à partir duquel est déterminé le multiple moyen ou médian à appliquer aux soldes intermédiaires de gestion de la

³⁶ Le savoir-faire de la société ITESOFT réside dans sa capacité à transformer une facture fournisseur papier en format électronique exploitable par le client en particulier lors de ses échanges *Business to Business*.

société à évaluer. Retenir, comme l'a fait l'actionnaire minoritaire, un échantillon restreint à deux uniques sociétés, au demeurant fortement valorisées, dont la comparabilité avec la société évaluée est par ailleurs discutable pour les raisons visées ci-avant, nous semble non pertinent voire même constituer un biais méthodologique.

12.1.5 Sur la référence au scorecard BFORBANK

La référence au ScoreCard ITESOFT établi par BFORBANK en date du 13 octobre 2021 ne nous semble pas pertinente pour les raisons suivantes :

- à notre connaissance, cette référence de valorisation, qui s'apparente aux objectifs des analystes financiers, n'a jamais été utilisée par un évaluateur dans le cadre d'une expertise indépendante ;
- nous comprenons que la valeur intrinsèque mentionnée dans le ScoreCard, égale à 4,42 euros, calculée par BFORBANK, s'appuie sur un processus automatisé, dénommé EXCESSRETURN, dont les hypothèses ne sont pas publiques, au contraire de l'objectif de cours des analystes financiers qui fait l'objet d'une note exposant la/les méthodologie(s) utilisée(s) et les hypothèses y afférentes ;
- comme cela est explicitement mentionné dans le ScoreCard ITESOFT que l'actionnaire minoritaire nous a transmis, les analyses présentées « *ne constituent en aucune manière une recommandation pour une valeur mobilière, ni une sollicitation ou incitation auprès du public à acheter ou vendre des valeurs mobilières et produits similaires* » ;
- le ScoreCard a été établi à une date postérieure à l'annonce de l'Offre ;
- notons enfin que le ScoreCard confirme que les analystes sont plutôt pessimistes sur le titre ITESOFT et leurs recommandations revues à la baisse.

Par ailleurs, comme précisé en introduction du paragraphe 11, nous avons écarté la référence aux objectifs des analystes financiers puisque la valeur ITESOFT n'est suivie que par un seul bureau d'analyses financières, à savoir la société PORTZAMPARC.

12.2. ANALYSE DU COURRIER DU 4 NOVEMBRE 2021 DU MEME ACTIONNAIRE MINORITAIRE

Dans son courrier du 4 novembre 2021 adressé à la société ITESOFT et envoyé en recommandé avec accusé de réception, le même actionnaire minoritaire fait référence à l'opération d'apport de titres ITESOFT par certains actionnaires de cette dernière (personnes physiques dont certains managers de la société ITESOFT) à la société SF2I, en date du 15 décembre 2015, réalisée sur la base d'une valeur globale de 4 669 779 euros pour 606 032 titres apportés, soit une valeur par action ITESOFT de 7,656 euros après application d'une décote de minorité de 20%. L'actionnaire minoritaire s'appuie sur cette transaction, réalisée en valeur réelle, considérant que la valeur extériorisée par l'opération d'apport de 2015 devrait selon lui être sensiblement la même à date, afin de demander un relèvement du prix d'Offre (1) à 4,20 euros assorti d'un complément de prix ou, au choix, (2) à 4,55 euros, soit la valeur d'échange ITESOFT fixée lors de l'opération d'acquisition de la société W4 en date du 25 juin 2015 réalisée en numéraire et en titres.

Aux fins de notre analyse, le management du groupe ITESOFT nous a communiqué les documents suivants :

- le rapport du commissaire aux apports, Monsieur Lionel Penfrat, en date du 10 décembre 2015, relatif à l'opération d'apport de titres ITESOFT à la société SF2I ;
- le rapport du commissaire aux apports, Monsieur Lionel Penfrat, en date du 9 juillet 2015, relatif à l'opération d'apport de titres W4 à la société ITESOFT ;
- les comptes sociaux de la société W4 aux 31 décembre 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015 ;
- le projet de traité d'apport d'actions de la société W4 à la société ITESOFT de 2015 établi par le cabinet d'avocats HBC ;
- l'acte de cession d'actions entre certains actionnaires de la société W4 et ITESOFT en date du 25 juin 2015 ; et
- le business plan W4-ITESOFT ayant sous-tendu les valorisations réalisées par les parties, en particulier celle portant sur la société W4 pour les besoins de l'établissement du rapport d'échange relatif à la quote-part payée en titres ITESOFT.

Il ressort de l'analyse préalable des documents énumérés ci-avant les points saillants suivants :

Concernant l'apport de titres ITESOFT à la société SF2I

- a) le rapport du commissaire aux apports relatif à l'opération d'apport de titres ITESOFT à la société SF2I, qui fait référence à l'article 1^{er} du traité d'apport, rappelle que la valeur des titres ITESOFT est fixée à 7,656 euros par action, soit une valeur de 9,56 euros par action après application d'une décote de minorité de 20%, aucun des apporteurs ne détenant en effet, ensemble ou séparément, le contrôle de la société ITESOFT. Le commissaire aux apports précise que cette valeur a été déterminée « *en retenant la même méthode que celle retenue lors de l'opération d'apport des titres W4 à la société ITESOFT* » en date du 25 juin 2015 ;
- b) le commissaire aux apports précise, au paragraphe 3.2.1 de son rapport (Approche retenue par les parties) qu'il a pris connaissance des travaux d'évaluation de la société ITESOFT réalisés par les parties, fondés sur une approche d'évaluation multicritères qui comprend (1) « *l'application d'un multiple d'EBIT déterminé à partir du business plan ITESOFT, et rapproché de transactions comparables* » et (2) « *l'application de la méthode DCF, dont les flux de trésorerie ont été calculés à partir du business plan ITESOFT* ». Il précise en outre un peu plus loin au paragraphe 3.2.2.1 (Appréciation générale des méthodes d'évaluation) que « *les parties n'ont pas souhaité utiliser la méthode de la valeur boursière, bien que la société dont les titres sont apportés émette des titres admis à la négociation sur un marché réglementé. Cette décision s'explique par le fait que les parties estiment que la valeur boursière n'est pas cohérente aux vues des autres méthodes d'évaluation utilisées. En effet, la valorisation retenue est plus de deux fois supérieure à la valeur boursière* ».
- c) pour les besoins de son appréciation, le commissaire aux apports s'appuie sur les éléments suivants (cf. §.3.2.2.2 consacré à ses observations) :
 - ✓ la valorisation issue de l'opération d'apport de titres W4 à la société ITESOFT dans laquelle il concluait que l'action ITESOFT valait 2 à 3 fois sa valeur boursière de l'époque, conclusion fondée sur les méthodes d'évaluation de l'action W4 ; le commissaire aux apports en déduit donc qu' « *en raisonnant de la*

même manière, la valeur d'une action ITESOFT, cotée 4,00 euros au jour du présent rapport, se situe donc entre 8 euros et 12 euros. » ;

- ✓ *« les données prévisionnelles, établis de 2015 à 2020, sur lesquelles se fondent les méthodes d'évaluation mises en œuvre reposent sur deux hypothèses à savoir :*
 - *Les données prévisionnelles sont bâties en considérant que W4 et ITESOFT sont fusionnés, ce qui ne devrait arriver qu'en 2016 ;*
 - *Les données prévisionnelles considèrent comme acquis l'agrément fiscal demandé par ITESOFT pour l'utilisation future des déficits de W4 ;»*
 - ✓ *les ratios utilisés par les parties, fondés sur des transactions comparables, « se trouvent dans la fourchette haute des multiples habituellement utilisés lors de transactions comparables. » ;*
- d) dans sa synthèse (cf. §.3.4), le commissaire aux apports :
- ✓ note que la valeur de 7,656 euros par action ITESOFT se situe dans la fourchette de valorisation que lui-même a obtenu suite à la mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation qu'il a réalisées, étant précisé que son rapport ne donne aucun détail chiffré sur ses travaux d'évaluation hormis sa conclusion de nature qualitative ;
 - ✓ ajoute que le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée est corroboré par les remarques de son rapport du 9 juillet 2015 concernant l'apport des titres W4 à ITESOFT qui conclut que la valeur de l'action ITESOFT se situe entre 2 et 3 fois sa valeur boursière ;
 - ✓ précise enfin que *« le montant de la valorisation est également validé par le fait que les ratios retenus dans le cadre de la valorisation par les multiples sont des ratios qui se situent dans la fourchette des multiples habituellement utilisés lors de transactions comparables (notamment READSOFT). ».*
- e) enfin, les différents traités d'apport de titres de la société ITESOFT à la société SF2I ne donnent aucune information sur la valorisation des titres ITESOFT réalisée par les parties hormis le fait que l'action ITESOFT, évaluée à 7,656 euros, l'a été *« en retenant la même méthode que celle retenue lors de l'opération d'apport W4 à la société ITESOFT, mais avec une décote de minorité ».*

Concernant l'apport de titres W4 à la société ITESOFT

- a) le 25 juin 2015, la société ITESOFT, qui détenait 5,58% du capital de la société W4 (avant exercice des BSPCE), a décidé de racheter 100% des titres W4, l'opération s'étant conclue pour partie en numéraire, cession de 5 414 810 actions W4 dont 450 000 issues de l'exercice de 450 000 BSPCE 2011 pour un montant de 7 961 799,48 euros, et, pour partie par échange de titres, soit un montant de 1 990 408,24 euros par remise de 437 438 actions ITESOFT et versement de 65.34 euros (correspondant à des droits formant rompus en échange de l'apport de 1 033 526 actions W4 apportées à la société ITESOFT dans le cadre d'une augmentation de capital en nature), cette opération valorisant 100% des actions W4 à hauteur de 10 500 000 euros.
- b) les méthodes valorisation mises en œuvre pour la valorisation des apports (les titres W4) s'appuient exclusivement sur les transactions comparables. Plus

particulièrement, elles consistent en l'application des multiples implicites, chiffre d'affaires et EBIT, issus du prix de cession des actions W4, aux soldes intermédiaires de gestion issus du business plan W4 « *et rapproché de transactions comparables* » ;

- c) afin d'apprécier les rapports d'échange et leur équité, le commissaire aux apports a analysé la cohérence des méthodes de valorisation qui lui ont été présentées et construit ses propres modèles de valorisation à titre de recoupement. Pour ITESOFT, le commissaire aux apports a utilisé les méthodes d'évaluation basées sur « *une valeur boursière, une valeur de rentabilité, une valeur patrimoniale ainsi que des valeurs analogiques (comparables)* », ne donnant néanmoins aucun détail sur ses travaux de valorisation. Pour W4, nous comprenons que le commissaire aux apports n'a pas mis en œuvre ses propres méthodes d'évaluation, son analyse se limitant à l'examen de celles qui lui ont été transmises par les parties, expliquant en particulier « *qu'un certain nombre de méthodes d'évaluation ne pouvaient pas être appliquées en raison des caractéristiques de la société W4.* ». A titre d'illustration, et contrairement aux travaux réalisés pour ITESOFT, il précise que « *la méthode patrimoniale n'a pas été utilisée, puisque W4 passe l'intégralité de ces éléments de recherche et développement en charges et non en immobilisations. [...] La méthode patrimoniale déboucherait donc sur une simple valeur d'actif net comptable, ce qui ne présente pas d'intérêt dans la cadre de la valorisation de W4.* ».
- d) pour les besoins de son appréciation, s'agissant de W4, le commissaire aux apports s'appuie sur les éléments suivants (cf. §.3.2.2.2 consacré à ses observations) :
- ✓ les offres fournies par la banque d'affaires chargée de la vente W4 qui confirment que l'offre ITESOFT se situe au niveau des prix de marché ;
 - ✓ le prix de cession des actions W4 qui permet de dégager des multiples implicites sur le chiffre d'affaires et l'EBIT à partir du business plan W4 et qui, rapprochés des transactions comparables, montrent que ces derniers se situent « *dans la fourchette basse des multiples habituellement utilisés lors de transactions comparables.* ».

le commissaire aux apports en conclut que le montant du prix de la transaction est « doublement » validé.

- e) pour les besoins de son appréciation, s'agissant d'ITESOFT, le commissaire aux apports s'appuie sur les éléments suivants (cf. §.3.2.2.2 consacré à ses observations) :
- ✓ les parties n'ont utilisé qu'une seule méthode d'évaluation à savoir la référence au cours de bourse. Le prix, fixé à 4,55 euros pour les besoins de l'échange, soit le cours de clôture du 13 mai 2015, a évolué à la baisse pour atteindre 4,05 euros le 8 juin 2015 puis est remonté pour se situer à un niveau stable de 4,20 euros à la date du rapport du commissaire aux apports ;
 - ✓ « *dans le cas des comparables (ou multiples), une société évoluant sur le marché de l'édition de logiciels, a été souvent valorisé aux alentours de 3 fois son chiffre d'affaires* ». Le commissaire aux apports en conclut que, sur ces bases, la valeur d'ITESOFT « *vaudrait trois fois plus que sa valeur boursière* » ;
 - ✓ l'évaluation multicritères, mise en œuvre par ses soins, (cf. supra §.c) à partir de laquelle il conclut « *que la valorisation d'ITESOFT se situe aux alentours de 2 fois sa valeur boursière* ».

- f) sur la base des deux paragraphes §.d et §.e qui précèdent, le commissaire aux apports conclut que « les rapports d'échange sans être inéquitables pour les actionnaires d'ITESOFT sont néanmoins largement en faveur des actionnaires de W4 ».

Concernant les comptes sociaux de la société W4

L'examen des comptes W4 fait apparaître que :

- le chiffre d'affaires décroît entre 2009 et 2014 de 5 011 k€ à 4 712 k€, soit une baisse actuarielle de 1,2% sur cette période ;
- le résultat d'exploitation, hors subventions et crédit d'impôt recherche (CIR), est fortement déficitaire entre 2009 et 2014, atteignant un pic négatif à hauteur de 1 794 k€ en 2012 ;
- les capitaux propres diminuent de façon significative entre 2009 et 2014 de 2 572 k€ à 2 095 k€, soit une baisse actuarielle de 4% ;
- sur la période 2009-2014, l'excédent brut d'exploitation est négatif en 2009, 2011 et 2012 et, lorsqu'il est positif, soit pour les années fiscales 2010 et 2014, l'est du seul fait des montants perçus au titre du CIR et des subventions ;
- le montant des stocks de déficits reportables s'élève à 24 682 k€ au 31 décembre 2014.

Concernant le rapport annuel ITESOFT 2016

Le PPA (*Purchase Price Accounting* ou allocation du coût du regroupement) de W4 établi par ITESOFT fait apparaître un goodwill de 3 513 k€ (= 9 352 - 4 463 - 1 376) correspondant à un écart de première consolidation de 9 352 k€ sous déduction d'un impôt différé actif (IDA) d'un montant de 4 463 k€, conséquence d'un stock de déficits reportables d'un montant de 14 658 k€ agréé par l'administration fiscale, et d'un actif incorporel « technologie » reconnu et évalué à hauteur de 1 376 k€.

Il apparaît clairement, comme l'atteste le PPA, que le stock de déficits reportables est un élément de synergie important de cette opération, ceci ayant été confirmé par les représentants de la société ITESOFT avec qui nous avons échangé, de nature à justifier une partie significative du prix d'acquisition, égal à 10,5 millions d'euros pour 100% du capital W4, soit une valeur d'entreprise de 7,6 millions d'euros après déduction de la trésorerie nette égale à 2,9 millions d'euros à la date d'acquisition.

Concernant le business plan W4

Les représentants de la société ITESOFT nous ont transmis le business plan W4 2015-2017 qui a sous-tendu les travaux de valorisation de la société W4. Son examen fait ressortir les deux éléments saillants suivants : (1) le chiffre d'affaires augmente entre 2015 et 2017 de 5 010 k€ à 6 330 k€ correspondant à une croissance actuarielle de 10,3% sur cette période tandis que, sur la même période, (2) le taux de marge opérationnelle (excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires) évolue de 12,4% à 14,6%, la marge incluant le CIR d'un montant forfaitaire estimé à 350 k€ par an.

Concernant le business plan ITESOFT

Les représentants de la société ITESOFT nous ont transmis le business plan ITESOFT 2015-2017. Son examen fait ressortir les deux éléments saillants suivants : (1) le chiffre d'affaires augmente entre 2015 et 2017 de 23 718 k€ à 24 850 k€ correspondant à une

croissance actuarielle de 5% tandis que, sur la même période, (2) le taux de marge opérationnelle (excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires) évolue légèrement à la hausse de 10,7% à 11,2%, la marge incluant le CIR d'un montant forfaitaire estimé à 615 k€ par an.

Les paragraphes qui suivent présentent nos observations et commentaires sur la valeur des titres ITESOFT fixée à 7,656 euros par action pour l'opération d'apport de titres ITESOFT à la société SF2I en date du 25 juin 2015, principal argument de l'actionnaire minoritaire afin de demander un relèvement du prix d'Offre.

12.2.1 Sur la question de l'ancienneté

Les deux opérations évoquées en préambule au paragraphe 12.2, acquisition de W4 par ITESOFT et apport d'actions ITESOFT à SF2I, qui datent respectivement de juin 2015 et décembre 2015, sont des opérations très anciennes, soit plus de 6 ans. Or, la pratique des évaluateurs est d'écarter toute référence de plus de 2 à 3 ans d'ancienneté, leur pertinence étant de plus en plus faible au fur et à mesure que la période qui les sépare de la date de l'Offre s'allonge.

12.2.2 Sur la question des méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le cadre de l'acquisition de la société W4 par ITESOFT de juin 2015

1^{er} point

Le commissaire aux apports s'est appuyé sur une seule méthode d'évaluation à savoir la méthode des transactions comparables. Nous relevons qu'il ne communique pas sur l'échantillon des transactions sélectionnées hormis, semble-t-il, celle relative à l'acquisition de la société suédoise cotée READSOFT (par le groupe LEXMARK en août 2014) dans son rapport relatif à l'apport de titres ITESOFT à la société SF2I qui valorise READSOFT à hauteur de 2,4 fois son chiffre d'affaires. A cet égard, précisons que la société READSOFT est une société profitable, au contraire de W4 qui réalise des pertes, dégagant un taux d'EBITDA supérieur à 10% alors même qu'elle ne bénéficie pas de crédit d'impôt, et dont le chiffre d'affaires est plus de 20 fois supérieur à celui de W4.

Les développements qui précèdent appellent les commentaires suivants :

- il nous semble hautement contestable de ne recourir qu'à une seule méthode d'évaluation alors même que la pratique communément admise par les évaluateurs consiste à mettre en œuvre une approche multicritères ;
- d'une façon générale, la méthode des transactions comparables, lorsqu'elle est appliquée, l'est plutôt à titre de recoupement qu'à titre principal. En effet, les sociétés visées par les transactions sélectionnées sont rarement comparables en termes de chiffre d'affaires, de taux de croissance et/ou de taux de marge opérationnelle. Par ailleurs, les prix de cession issus des transactions comparables intègrent généralement les synergies attendues par l'acquéreur, une prime de contrôle et une valeur stratégique. Au cas d'espèce, comme évoqué au paragraphe suivant, la transaction READSOFT ne nous semble pas pertinente.
- la méthode des transactions comparables n'est pas, selon nous, la méthode à privilégier dans la mesure où W4 et READSOFT ne sont pas comparables, READSOFT étant profitable et leader sur son marché tandis que W4 est une

société de petite taille qui réalise des pertes depuis de nombreuses années comme l'attestent ses résultats et le stock de déficits reportables (plus de 24 millions d'euros au 31 décembre 2014). Il nous semble qu'au cas d'espèce l'application d'une décote s'imposait *a minima*.

2nd point

Nous constatons par ailleurs que les parties ont fondé le prix de l'action ITESOFT ayant servi au rapport d'échange sur le seul cours de bourse, soit celui du 13 mai 2015 égal à 4,55 euros. Quoiqu'elles n'aient pas mis en œuvre une approche multicritères, cette référence nous semble néanmoins suffisamment pertinente pour servir de référence dans la mesure où le titre ITESOFT est suffisamment liquide comme cela a été démontré au paragraphe 11.2 du présent rapport³⁷ (taux de rotation du flottant d'environ 60% sur 12 mois). En effet, sauf exception, la référence au cours de bourse est la méthode privilégiée par la communauté des évaluateurs avec celle de l'actualisation des flux de trésorerie disponible. Il convient en outre de noter que, comme le précise à raison le commissaire aux apports, les parties ont retenu un cours de bourse plutôt élevé comparé à celui des dernières semaines précédant l'opération. Le commissaire aux apports conteste l'approche du cours de bourse arguant que le prix aurait dû être fixé sur la base des multiples implicites issus de la transaction en numéraire de l'opération d'action W4. En conséquence, selon lui, l'action ITESOFT aurait donc dû se situer à un peu moins de 2 fois son cours de bourse sur la base du seul multiple de chiffre d'affaires implicite (calculé sur la base du business plan W4) issu de cette transaction.

Comme déjà évoqué plus haut dans le paragraphe descriptif de l'opération d'acquisition W4, pour les besoins de l'appréciation des rapports d'échange, le commissaire aux apports a construit ses propres modèles de valorisation à titre de recoupement. S'agissant d'ITESOFT, il a utilisé les méthodes d'évaluation basées sur « *une valeur boursière, une valeur de rentabilité, une valeur patrimoniale ainsi que des valeurs analogiques (comparables)* ». Nous notons qu'il ne donne aucun élément d'information ou résultat sur les méthodes susvisées, précisant néanmoins qu'il considère la référence au cours de bourse comme non pertinente eu égard aux résultats issus de la méthode des transactions comparables.

Les développements qui précèdent appellent les commentaires suivants :

- selon nous, l'approche adéquate aurait dû se fonder sur une évaluation multicritères retenant pour méthodes principales le cours de bourse et l'actualisation des flux de trésorerie disponible *a minima*, à l'instar de la pratique communément appliquée par les experts indépendants dans le cadre d'offres publiques ;
- comme déjà expliqué pour W4 un peu plus haut, la méthode des transactions comparables nous semble inadaptée. Elle est pourtant la seule évoquée par le commissaire aux apports dans son rapport ;
- comme déjà évoqué un peu plus haut aux paragraphes consacrés aux comptes sociaux W4 et au PPA W4, la transaction W4 intègre les synergies relatives aux stocks de déficits reportables. Pour des raisons de cohérence et de comparabilité entre sociétés, il conviendrait selon nous de les ignorer pour les besoins du calcul des multiples implicites, ces synergies étant en effet constitutives d'une partie du prix

³⁷ Nous avons pu vérifier que cette liquidité était équivalente sur les 12 mois qui ont précédé l'opération d'acquisition de W4 de 2015.

d'acquisition W4 comme l'atteste le PPA y afférent et les échanges que nous eus avec les représentants de la société ITESOFT.

12.2.3 Sur la question des méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le cadre de l'opération d'apport des titres ITESOFT à SF2I en décembre 2015

Comme précisé plus haut dans le paragraphe portant sur l'apport de titres ITESOFT à la société SF2I, selon le traité d'apport, les parties se sont appuyées sur « *la même méthode que celle retenue lors de l'opération d'apport des titres W4 à la société ITESOFT* » du 25 juin 2015. Or, comme développé en détail au paragraphe précédent (cf. supra §.12.2.2), cette méthode, basée sur les seuls multiples implicites de la transaction W4, nous semble contestable.

Le commissaire aux apports indique dans son rapport, alors même que cela n'est pas mentionné dans les traités d'apport, que les parties auraient mis en œuvre, outre la méthode des transactions comparables basée sur l'acquisition W4, la méthode des DCF « *dont les flux de trésorerie ont été calculés à partir du business plan ITESOFT* ». Le rapport précise à ce sujet qu'une décote de minorité de 20% a été appliquée sur la valeur de l'action ITESOFT fixée à 9,57 euros par les parties.

Les développements qui précèdent appellent les commentaires suivants :

- les parties ne donnent aucune information sur les résultats de la valorisation de la société ITESOFT issue des DCF ;
- les parties, tout comme le commissaire aux apports, rejettent la référence au cours de bourse ITESOFT ;
- les parties, tout comme le commissaire aux apports, s'appuient exclusivement sur la méthode des transactions comparables basée sur la seule opération W4 de juin 2015 qu'ils rapprochent des multiples implicites issus d'un échantillon de transactions comparables pour lequel nous n'avons aucune information (nombre de transactions et sociétés acquises visées).

12.2.4 Sur l'évaluation multicritères de la société W4 réalisée par nos soins

Afin de nous forger une opinion sur la valeur de la société W4, nous avons réalisé une évaluation de la société fondée sur la méthode DCF (appliquée au business plan W4 2015-2017 ayant sous-tendu les travaux de valorisation des parties) et sur la référence au prix d'acquisition de la société W4.

Les résultats et les hypothèses de l'évaluation selon la méthode DCF sont les suivants :

- la valeur d'entreprise W4 ressort à 4,086 millions d'euros et la valeur des capitaux propres à 6,986 millions d'euros après prise en compte de la trésorerie nette de 2,9 millions d'euros à la date d'acquisition ;
- le taux d'actualisation retenu, égal à 10,2%, correspond à celui retenu par ITESOFT pour le besoin de ses tests de dépréciation en 2014 (source rapport annuel 2014 ITESOFT) ;
- le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,5% et correspond, peu ou prou, au taux de croissance à long terme du PIB de la France ;

- le besoin en fonds de roulement que nous avons retenu, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 0% établi sur la base des comptes historiques de la période 2009-2014 ;
- le taux d'EBITDA normatif retenu pour la valeur terminale de 9,1% correspond au taux, net du CIR, tel qu'il ressort du business plan au terme de la période explicite, soit celui de l'année 2017 ;
- la valeur des économies d'impôt, estimée à 2,152 millions d'euros, et correspondant au montant des IDA (4,463 millions d'euros) reconnu dans le cadre du PPA, a été ignorée afin d'estimer une valeur W4 hors synergies, comparable dès lors à d'autres sociétés au métier similaire, en ce inclus ITESOFT.

Sur la base des résultats prévisionnels 2015 de la société W4, les multiples implicites issus des résultats des DCF s'élèvent donc respectivement à 0,8 pour le chiffre d'affaires et 7,3 pour l'EBIT.

Les résultats et les hypothèses de l'évaluation fondée sur le prix d'acquisition de la société W4 de juin 2015 sont les suivants :

- la valeur d'entreprise W4 ressort à 5,448 millions d'euros et la valeur des capitaux propres à 8,348 millions d'euros après prise en compte de la trésorerie nette de 2,9 millions d'euros à la date d'acquisition ;
- les valeurs ci-avant, calculées à partir du prix d'acquisition de 100% des actions W4, soit 10,5 millions d'euros, l'ont été sous déduction de la valeur des économies d'impôt, estimé à 2,152 millions d'euros selon la méthode DCF, et ce, afin d'estimer une valeur W4 hors synergies, comparable dès lors à d'autres sociétés au métier similaire, en ce inclus ITESOFT ;

Sur la base des résultats prévisionnels 2015 de la société W4, les multiples implicites issus du prix de cession W4 de juin 2015 s'élèvent donc respectivement à 1,1 pour le chiffre d'affaires et 9,7 pour l'EBIT.

12.2.5 Sur l'évaluation multicritères de la société ITESOFT réalisée par nos soins

Afin de nous forger une opinion sur la valeur de la société ITESOFT, nous avons réalisé une évaluation de la société fondée (1) sur la méthode DCF (appliquée au business plan ITESOFT 2015-2017 ayant sous-tendu les travaux de valorisation des parties), (2) sur les multiples implicites issus de l'opération d'acquisition W4 (ceux résultant du prix de cession des titres W4 et ceux issus du DCF W4 réalisé par nos soins [cf. supra §.12.2.4]) et (3) sur la référence au cours de bourse.

Les résultats et les hypothèses de l'évaluation selon la méthode DCF sont les suivants :

- la valeur d'entreprise ITESOFT ressort à 16,991 millions d'euros et la valeur des capitaux propres à 22,545 millions d'euros après prise en compte de la trésorerie nette de 5,254 millions d'euros à la date d'acquisition, soit une valeur par action de 3,95 euros sur la base d'un nombre d'actions net de l'autocontrôle égal à 5 637 839 au 31 mars 2015 ;

- le taux d'actualisation retenu, égal à 10,2%, correspond à celui retenu par ITESOFT pour le besoin de ses tests de dépréciation en 2014 (source rapport annuel 2014 ITESOFT) ;
- le besoin en fonds de roulement que nous avons retenu, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 0% établi sur la base des comptes historiques de la période 2009-2014 ;
- le taux d'EBITDA normatif retenu pour la valeur terminale de 11,2% correspond au taux, net du CIR, tel qu'il ressort du business plan au terme de la période explicite, soit celui de l'année 2017 ;
- le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,5% et correspond, peu ou prou, au taux de croissance à long terme du PIB de la France ;

Le cours de bourse ITESOFT retenu est celui du 13 mai 2015 correspondant au prix de l'action ITESOFT fixé pour le rapport d'échange.

Les multiples implicites issus de l'opération d'acquisition W4 sont ceux déterminés par nos soins dans le cadre de l'évaluation multicritères W4 détaillée au paragraphe §.12.2.4 du présent rapport. Rappelons qu'ils ont été calculés sur la base d'une évaluation de la société W4 excluant les synergies liées aux déficits reportables, et ce, à des fins de comparabilité, les sociétés sélectionnées rapprochées de W4, bénéficiaires, n'intégrant pas de telles synergies.

Le tableau ci-après présente les résultats de l'évaluation multicritères :

Valorisation ITESOFT <i>(indirecte, sur la base des multiples implicites issus de l'opération d'acquisition W4)</i>	Valeur x CA	Valeur x EBIT
Multiples implicites résultant de la transaction W4 <i>(hors économies d'impôt liées au stock de déficits reportables)</i>	5,45 €	5,04 €
Multiples implicites résultant du DCF W4 <i>(hors économies d'impôt liées au stock de déficits reportables)</i>	4,32 €	4,01 €
Valorisation ITESOFT <i>(indirecte, DCF et cours de bourse)</i>	Valeur	
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible	3,95 €	
Cours au 13 mai 2015	4,55 €	

Il ressort des développements qui précèdent que la valeur de l'action ITESOFT est comprise, selon les méthodes, dans une fourchette entre 3,95 euros et 5,45 euros, la moyenne des méthodes extériorisant une valeur par action de 4,40 euros, proche de la valeur fixée pour la parité d'échange liée à l'opération d'acquisition de la société W4 de juin 2015, égale à 4,45 euros.

Il convient de préciser que nous n'avons pas effectué d'évaluation multicritères de la société ITESOFT pour ce qui concerne l'opération d'apports de titres ITESOFT à SF2I de décembre 2015, considérant que cette dernière opération est quasi-concomitante de celle portant sur l'acquisition des titres W4 de juin 2015 et constatant l'absence d'événements exceptionnels susceptibles d'impacter la valeur par action ITESOFT durant l'intervalle séparant ces deux opérations.

12.2.6 Sur les résultats historiques de la société ITESOFT post acquisition de la société W4

Afin d'apprécier la qualité des prévisions des sociétés W4 et ITESOFT qui ont sous-tendu l'opération d'acquisition de la société W4 de juin 2015, nous avons comparé le chiffre d'affaires et l'excédent brut d'exploitation prévisionnels de l'ensemble W4-ITESOFT aux comptes consolidés ITESOFT de la période 2015-2017. Le tableau ci-après présente les résultats constatés :

(€)	déc.-15	déc.-16	déc.-17
<u>Chiffre d'affaires</u>			
Prévisionnel W4+ITESOFT	28 728 000	29 950 000	31 180 000
Réalisé post acquisition W4	23 718 000	24 200 000	24 850 000
Ecart Prévisionnel / Réalisé	21,1%	23,8%	25,5%
<u>Excédent brut d'exploitation</u>			
Prévisionnel W4+ITESOFT	3 645 840	3 917 860	4 189 054
Réalisé post acquisition W4	2 733 000	3 187 000	3 690 000
Ecart Prévisionnel / Réalisé	33,4%	22,9%	13,5%

Au regard des résultats présentés ci-avant, il apparaît clairement que les business plans W4 et ITESOFT ayant sous-tendu les valorisations à l'origine des valeurs fixées pour les besoins des rapports d'échange des opérations d'apport de juin 2015 et décembre 2015 sont surévalués, de l'ordre de 20%, que ce soit s'agissant du chiffre d'affaires ou de l'excédent brut d'exploitation. Or, la prise en compte de ce biais d'optimisme, via le taux d'actualisation ou via les flux de trésorerie au titre du risque d'exécution, aurait probablement conduit à des valeurs plus faibles pour ITESOFT et W4, au moins s'agissant de leur valeur intrinsèque estimée à partir de l'approche DCF.

12.2.7 Sur les motivations d'ITESOFT à l'origine de l'acquisition de la société W4

Selon le management de la société ITESOFT, l'acquisition de la société W4, dont ITESOFT détenait 5,58% du capital avant son rachat, trouve son origine dans le partenariat technologique qui préexistait avant l'opération d'acquisition. A cet égard, le rapport annuel ITESOFT au titre de l'exercice fiscal clos au 31 décembre 2014 indique qu'ITESOFT a pris une participation dans le capital de W4 en 2005 et précise que « cette prise de participation permet à ITESOFT d'accéder à des technologies complémentaires dans l'univers du Workflow et offre des opportunités de partenariats en vue de l'élargissement de l'offre ». Toujours selon le management, ITESOFT, utilisant la technologie BPM de W4 depuis plusieurs années, n'avait pas d'autres choix que de racheter la société dès lors qu'elle était mise en vente.

Le management de la société ITESOFT nous a précisé qu'une partie du prix d'acquisition trouve son origine dans le stock de déficits reportables W4, d'un montant significatif, susceptibles de générer des économies d'impôts futures tout aussi significatives.

12.2.7 Conclusion

Il ressort des développements qui précèdent les éléments principaux suivants :

- la valeur de l'action ITESOFT ressort à 4,45 euros selon le cours du 13 mai 2015 et à 3,95 euros selon la méthode DCF. Il convient de rappeler que la méthode DCF est usuellement considérée comme la plus pertinente pour évaluer la valeur intrinsèque d'une société et que le cours de bourse est une référence incontournable dès lors que la liquidité est satisfaisante, ce qui est le cas s'agissant d'ITESOFT ;
- les parties et le commissaire aux apports concluent sur la valeur par action ITESOFT sur la seule base des transactions comparables, plus particulièrement sur celle relative à la cession des actions W4 à ITESOFT de juin 2015, ces derniers ne communiquant pas sur l'échantillon des transactions retenues (exception faite de l'acquisition READSOFT par LEXMARK), qui n'a été utilisé qu'à titre de recoupement. Ce parti pris nous semble contestable dans la mesure où le prix de rachat de la société W4 inclut les synergies liées au stock de déficits reportables W4, une prime de contrôle et des motivations stratégiques évidentes. Par ailleurs, à aucun moment les parties et le commissaire aux apports ne communiquent sur les résultats des autres méthodes qu'ils disent avoir mises en œuvre.

Sur ces bases, nous considérons que le prix de 4,55 euros par action ITESOFT retenu pour les besoins du rapport d'échange de l'opération d'acquisition de la société W4 est équitable et reflète de façon adéquate la valeur par action ITESOFT. Pour ces mêmes raisons, nous considérons que la valeur de 7,656 euros par action ITESOFT visée dans l'opération d'apport de titres ITESOFT à SF2I est surévaluée ; à l'instar du choix retenu par les parties dans l'opération d'acquisition de la société W4 par ITESOFT de juin 2015, la référence au cours de bourse aurait été, selon nous, plus pertinente.

Il convient enfin de préciser que l'actionnaire minoritaire a revendu l'ensemble des actions en sa possession, soit un total de 219 481 actions³⁸, de sorte qu'à la date du présent rapport il ne détient plus aucune action ITESOFT, cet élément étant de nature à atténuer très fortement la portée de l'argumentaire et des commentaires développés dans ses deux courriers respectivement en dates des 15 octobre 2021 et 4 novembre 2021, voire à les rendre sans objet.

En synthèse, les arguments et commentaires mis en avant par l'actionnaire minoritaire ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

³⁸ L'actionnaire minoritaire a vendu 108.481 actions le 22/04/22 (au prix de 3,97 euros par action), 59.836 actions le 25/04/22 (au prix de 3,97 euros par action) et le solde de ses titres le 26/04/22, soit 51.164 actions (au prix de 4,00 euros par action), l'ensemble représentant un total de 219 481 actions.

13. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES

La société CDML, holding contrôlée par Monsieur Didier Charpentier, président et fondateur de la société ITESOFT et actionnaire majoritaire, ainsi que des membres de la famille Charpentier (ensemble le « **Groupe Familial Charpentier** »), la société SF2I, des actionnaires historiques et des membres du comité de direction d'ITESOFT (ensemble le « **Concert** » ou les « **Parties** » ou les « **Signataires** ») ont signé le 30 septembre 2021 un protocole de mise en concert et le 1^{er} octobre 2021 un pacte d'actionnaires. D'une façon générale, l'objet du Protocole et du Pacte vise à mettre d'accord les Parties susvisées sur la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de la société ITESOFT et, plus particulièrement, à court terme, sur les modalités de mise en œuvre de l'Offre.

A la suite de réflexions stratégiques communes, les Membres du Concert ont déterminé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire serait abandonnée³⁹ afin de maintenir une cotation des actions sur le marché réglementé EURONEXT PARIS géré par EURONEXT pour permettre à la Société d'assurer au mieux son développement industriel dans le meilleur intérêt de l'ensemble des parties prenantes, salariés, actionnaires minoritaires, clients, etc. Un avenant au Protocole (ci-après dénommé l'« **Avenant au Protocole** ») a donc été signé le 21 avril 2022 dont l'objet est :

- de convenir de l'abandon du Retrait Obligatoire dans le cadre de l'Offre,
- de décider de maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur EURONEXT PARIS, un marché réglementé géré par EURONEXT, et
- de stipuler que l'effet de certaines clauses du Pacte sont suspendues en raison de la décision de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire.

Nous avons procédé à l'examen des dispositions réglementaires et financières contenues dans le Protocole et dans le Pacte afin d'apprécier si certaines d'entre elles sont susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

13.1. LE PROTOCOLE

Le Protocole a pour objet de convenir des conséquences de la mise en concert de la participation des Parties au capital de la société ITESOFT et des principales modalités envisagées de l'Offre.

Plus particulièrement, le Protocole fixe :

- les modalités de déclaration de franchissement des seuils et d'intention ;
- les conditions et modalités de dépôt de l'Offre (initiateur, banque présentatrice, expert indépendant, intentions des Parties, etc.) ;
- l'engagement des Parties vis-à-vis de la société ITESOFT ;
- l'engagement d'abstention des Parties dans le cadre de l'Offre ; et
- le partage des frais entre les membres du Concert.

Comme précisé en préambule au paragraphe 13, l'Avenant au Protocole signé le 21 avril 2022 stipule que l'effet de certaines clauses du Pacte serait suspendu en raison de la décision de renoncer à l'intention de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire. De même,

³⁹ Annoncé par la Société dans le communiqué de presse en date du 22 avril 2022.

les Membres du Concert prennent acte dans l'Avenant au Protocole que certaines clauses du Pacte (relatives à la transformation de la Société en société anonyme, à la modification de la gouvernance et aux engagements d'apport à des holdings), appelées à être mises en œuvre à la suite d'un Retrait Obligatoire, ne prendraient effet que si un Retrait Obligatoire intervenait pendant la durée du Pacte. Les Membres du Concert prennent acte qu'à raison de l'abandon du souhait de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, une nouvelle offre publique ne pourra être lancée par le Concert sur les titres de la Société dans les 12 mois suivant la clôture de l'Offre.

Les dispositions susvisées ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre. Elles n'appellent donc pas de commentaire particulier de notre part.

13.2. LE PACTE D'ACTIONNAIRES

Il convient de préciser au préalable qu'aucun Membre du Concert faisant partie du Pacte ne bénéficie d'un complément de prix ou d'un prix de sortie garanti.

Le Pacte a été conclu pour une durée de 5 ans. À l'issue de cette durée minimum, il sera renouvelé par période de 5 ans, chacune des Parties pouvant résilier le Pacte moyennant un préavis de six mois avant son renouvellement.

Le Pacte prévoit les dispositions principales suivantes concernant le transfert des titres ITESOFT :

- chacune des Parties s'engage à ne pas transférer à un tiers les titres ITESOFT qu'ils détiennent jusqu'au 31 décembre 2023 (période d'inaliénabilité) ;
- les transferts libres sont autorisés au sein du Groupe Familial Charpentier et/ou entre Signataires au Pacte (ou plus généralement toute entité contrôlée par un de ces derniers) ;
- à l'exception des cas de transferts libres, les Signataires se consentent réciproquement un droit de préemption général en cas de projet de transmission⁴⁰ d'un ou plusieurs de leurs titres ITESOFT ;
- en cas d'offre d'acquisition de tout ou partie des titres ITESOFT d'un des Signataires par un tiers externe, les autres Signataires bénéficieront d'un droit de cession conjointe proportionnel et seront en droit de demander le rachat de leur compte courant d'actionnaire et/ou de la totalité des titres ITESOFT qu'ils détiennent par ce dernier (droit de sortie conjointe) ;
- la société CDML bénéficie d'une obligation de sortie forcée lui permettant de forcer le transfert à un tiers de l'intégralité des titres détenus par les autres Signataires sous certaines conditions (droit de sortie obligatoire) ;
- un droit anti-dilution conforme à la pratique en la matière ;
- la société CDML aura la possibilité d'initier tout processus visant à mettre en place une opération de LBO sur la société ITESOFT ou à faire entrer un fonds d'investissement dans le capital ; le cas échéant, selon le cas de figure, certaines des

⁴⁰ Ventes, échanges, apports, les transferts de titres du décès d'une personne physique ou de la dissolution d'une personne morale, tout transfert à titre de garantie, etc.

dispositions susvisées pourront trouver à s'appliquer néanmoins (droit de préemption, droit anti-dilution, etc.).

Les dispositions susvisées, de nature non financière, ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre. Elles n'appellent donc pas de commentaire particulier de notre part.

14. ANALYSE DU TRAVAIL D'ÉVALUATION RÉALISÉ PAR LA BANQUE DELUBAC & CIE

La banque DELUBAC & CIE, établissement présentateur de l'opération, nous a transmis son rapport d'évaluation détaillé. L'objet de cette partie consiste à relever les écarts avec notre propre travail de valorisation.

De manière générale, les méthodes et les références d'évaluation retenues sont identiques. Nous avons néanmoins relevé les principales différences suivantes :

S'agissant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, nous avons relevé les principales différences suivantes :

- a. La banque DELUBAC & CIE a calculé le taux d'actualisation sur la base du CMPC (Coût moyen pondéré du capital) alors que nous avons utilisé le coût d'opportunité du capital (coût des fonds propres en l'absence d'endettement). Les taux *in fine* retenus s'élèvent respectivement à 11,42% pour la banque DELUBAC & CIE et 10,46% nous concernant.
- b. La banque DELUBAC & CIE a fixé le taux de croissance perpétuelle à 1,4% alors que nous l'avons fixé à 2%.
- c. L'endettement net calculé par la banque DELUBAC & CIE n'inclut pas le montant des dépôts et cautionnements, d'une valeur nette comptable égale à 873 k€, contrairement à celui calculé par nos soins ;
- d. La banque DELUBAC & CIE prend en compte un BFR légèrement positif tandis que nous avons retenu un BFR nul ;
- e. Afin de prendre en compte le stock de déficits reportables, la banque DELUBAC & CIE a fixé une charge d'impôt nulle sur la période explicite 2022-2026 (mais non nulle pour les besoins du calcul de la valeur terminale) tandis que, de notre côté, nous avons calculé la valeur des économies d'impôt résultant du stock de déficits reportables indépendamment de la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

S'agissant de la méthode des comparables boursiers, nous avons relevé les différences principales suivantes :

- a. La banque DELUBAC & CIE a constitué un échantillon de 5 sociétés comparables cotées françaises (AXWAY SOFTWARE, INFOTEL, LINEDATA SERVICES, GENERIX et CAST) tandis que nous en avons sélectionné 11, françaises et étrangères (ESKER, CEGEDIM, LINEDATA SERVICES, GENERIX, VISIATIV, AXWAY SOFTWARE, OPEN TEXT, SOLARWINDS, GK SOFTWARE, USU SOFTWARE et MICROFOCUS), dont 3 sociétés françaises cotées communes aux deux échantillons ;

- b. La banque DELUBAC & CIE a appliqué aux valeurs résultant de l'application des multiples implicites une décote de taille de 22,2% alors que nous n'avons appliqué aucune décote ;
- c. S'agissant des multiples implicites de chiffre d'affaires, la banque DELUBAC & CIE a retenu les estimateurs de la moyenne et de la médiane tandis que nous avons calculé les multiples implicites de chiffre d'affaires sur la base d'une régression par rapport au taux de marge opérationnelle (EBE/CA).

15. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Nous avons évalué la valeur de la société ITESOFT selon différentes méthodes : à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible et la référence au cours de bourse au 30 septembre 2021, et à titre indicatif, la référence au cours de bourse au 22 avril 2022 et la méthode des comparables boursiers.

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la société ITESOFT ressort à 15,3 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,67 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 49,9% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Selon la référence au cours de bourse du 30 septembre 2021, la valeur de la société ITESOFT ressort à 20,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,38 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 18,3% par rapport à la référence au cours de bourse du 30 septembre 2021.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, la valeur de la société ITESOFT ressort à 22,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,59 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 11,3% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples de chiffre d'affaires, la valeur de la société ITESOFT ressort à 15,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,74 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT extériorise une décote de 46,1% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de chiffre d'affaires.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples d'excédent brut d'exploitation, la valeur de la société ITESOFT ressort à 13,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,39 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT extériorise une prime de 67,6% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples d'excédent brut d'exploitation.

Selon la référence au cours de bourse du 22 avril 2022, retenue à titre purement indicatif, la valeur de la société ITESOFT ressort à 24,3 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,96 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 1,0% par rapport à la référence au cours de bourse du 22 avril 2022.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, retenue à titre purement indicatif, la valeur de la société ITESOFT ressort à 24,5 millions d'euros, soit

une valeur par action égale à 3,99 euros. Le prix d'offre de 4 euros par action ITESOFT offre une prime de 0,3% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix de 4 euros par action. Il est rappelé que, lors de l'annonce de l'Offre, le prix faisait ressortir une prime de 18,3% par rapport au cours de clôture de l'action ITESOFT en date du 30 septembre 2021, 18,1% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de trois mois, 11,3% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de six mois et 16,6% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes de douze mois.

Le prix de 4 euros par action ITESOFT proposé pour l'Offre Publique d'Achat Simplifiée envisagée est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Fait à Paris, le 27 mai 2022

PAPER AUDIT & CONSEIL

Xavier PAPER

Paper Audit & Conseil
Monsieur Xavier PAPER
222, boulevard Pereire
75017 Paris

Le 30 mars 2022

Lettre de mission – Expertise indépendante

Cher Monsieur,

ITESOFT (la « **Société** ») est une société anonyme à Conseil d'administration cotée sur Euronext Paris (compartiment C).

La Société CDML, actionnaire contrôlant ITESOFT (l' « **Initiateur** ») et certains actionnaires historiques ainsi que des managers de la Société (le « **Concert** ») se sont rapprochés et ont conclu en date du 30 septembre 2021 un pacte d'actionnaires, constitutif d'une action de concert, devant régir leurs relations vis-à-vis de la Société.

Le Pacte d'Actionnaires et ses principales stipulations ont fait l'objet d'une publicité par l'AMF conformément à la réglementation applicable (Cf. D&I 221C2631 du 7 octobre 2021).

La constitution du Concert a également été portée à la connaissance du public le 1^{er} octobre 2021 par la diffusion d'un communiqué de presse. Ce communiqué annonce que le Conseil d'administration de la société ITESOFT s'est réuni le 30 septembre 2021 pour prendre acte :

- de la signature d'un pacte d'actionnaires entre la société CDML, actionnaire majoritaire, la société SF21, certains actionnaires historiques et certains membres du comité de direction d'ITESOFT destiné à mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis d'ITESOFT ;
- du projet d'offre publique qui serait lancée par l'Initiateur, pour le compte du Concert, au prix de 4,00 euros par action ITESOFT (l' « **Offre** ») ;
- de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire si le Concert venait à détenir plus de 90 % du capital et des droits de vote d'ITESOFT à la suite de l'Offre.

Le même jour les Membres du Concert ont également signé un protocole ayant pour objet de convenir des conséquences de leur mise en concert et des principales modalités envisagées de l'Offre obligatoire en résultant (le « **Protocole** »).

Le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF devrait intervenir dans les jours qui viennent.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 30 septembre 2021, examiné les propositions de plusieurs cabinets et, à l'issue de ce processus de sélection, a souhaité désigner le cabinet Paper Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre. Votre identité, en cette qualité, a été soumise à l'AMF le 30 septembre 2021 conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 de son Règlement général et de l'article 2 de l'Instruction n° 2006-08 relative à l'expertise indépendante. L'AMF a confirmé à la Société le 22 octobre 2021 son absence d'opposition à cette désignation.

La présente lettre de mission est établie en conformité avec les dispositions de l'article 1^{er} de l'Instruction n° 2006-08 susvisée, et devra être annexée à votre rapport.

I. Cadre réglementaire de la mission

Votre désignation est intervenue sur le fondement des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, et plus précisément, celles des articles :

- 261-1 I 1°, ITESOFT étant déjà contrôlée au sens de l'article L. 233 3 du Code de commerce avant le lancement de l'Offre par le Concert ;
- 261-1 I 2°, les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233 3 du Code de commerce ayant conclu, dans le cadre du Concert, un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- 261-1 II, l'Initiateur envisage la mise en œuvre du retrait obligatoire sur les titres non apportés à l'Offre.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions précitées et celles des articles 262-1 et 262-2 du Règlement général de l'AMF, ainsi que celles de l'Instruction d'application 2006-08 et de la Recommandation AMF n° 2006-15.

II. Termes et modalités de la mission

1) Objectifs de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des actions de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

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

- des entretiens réguliers avec le management de la Société, ses conseils juridiques et financiers, et les représentants et conseils de CDML,
- l'examen des modalités de déroulement de l'Offre,
- l'analyse des éléments financiers de la Société,
- l'évaluation des titres de la Société conformément à la réglementation applicable (approche multicritère),
- la prise de connaissance et l'analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre,
- la gestion des éventuels échanges avec les actionnaires minoritaires et l'AMF,
- la rédaction de votre rapport.

Vos travaux feront l'objet de points d'étape avec le Conseil d'administration.

2) Méthodologie d'évaluation

L'évaluation des titres de la Société faisant partie de votre mission sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme ITESOFT. Les méthodes suivantes pourraient ainsi être retenues :

- actualisation des flux de trésorerie disponibles (*Discounted Cash-Flow* – DCF),
- analyse de sociétés cotées comparables,

- comparaison avec des transactions récentes du secteur,
- référence aux objectifs des analystes financiers,
- analyse du cours de bourse.

La Société s'engage à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

3) Calendrier

L'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF dispose qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Compte-tenu du calendrier actuellement envisagé pour le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, votre rapport final serait à remettre au Conseil d'administration début mai 2022. Nous vous informerons bien évidemment lorsque ce calendrier à ce stade indicatif sera précisé.

III. Conflit d'intérêt

Vous nous avez déclaré que Xavier Paper et le cabinet Paper Audit & Conseil sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires, et qu'ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec lesdites sociétés ni ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'Instruction 2006-08.

*
* *
*

Les équipes de la Société ainsi que ses conseils se tiennent à votre disposition pour toutes demandes d'informations.

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

Je vous prie d'agréer, cher Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

ITESOFT
Président Directeur Général
M. Didier CHARPENTIER



Mr Bon pour accord !!

PAPER AUDIT & CONSEIL
11, place du Général Catroux
75017 PARIS - FRANCE
Tél. + 33 1 45 77 94 22
SARL au capital de 240 000 €
RCS PARIS 453 815 953

