

NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS ORDINAIRES ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE BLUELINEA INITIEE PAR LE CONCERT COMPOSE DE :



En application de l'article L.628-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 22-474 en date du 6 décembre 2022 sur la présente Note en réponse. Cette Note en réponse a été établie par la société BLUELINEA et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1, I 1° et 5° et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi et son Addendum, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de Bluelinea (www.bluelinea.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut-être obtenu sans frais au siège social de :

Bluelinea
6, rue Blaise Pascal
78990 Elancourt

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bluelinea seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard, la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée (OPAS).

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 principaux termes et conditions de l'offre.....	3
1.1	Présentation de l'Offre	3
1.2	Contexte et principaux termes de l'Offre	4
1.2.1	Motifs de l'Offre.....	4
1.2.2	Autorisations réglementaires.....	5
1.2.3	Caractéristiques de l'Offre.....	6
2.	Avis motivé du Conseil de surveillance.....	7
3.	Intentions des membres du Conseil de surveillance de la Société.....	11
4.	Intentions de la Société relatives aux actions auto-détenues	11
5.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	11
6.	Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.....	12
6.1	Structure et répartition du capital de la Société	12
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	12
6.3	Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société, ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres depuis le 1er janvier 2018	13
6.3	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
6.4	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
6.5	Accords entre actionnaires dans la Société à connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	13
7.	Rapport de l'Expert Indépendant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et son Addendum.....	13
8.	Modalités de mise à disposition du document « Autres informations ».....	13
9.	Personne qui assume la responsabilité de la Note en réponse	13
	Annexe	14

1. Rappel des principaux termes et conditions de l'offre

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-2 et 233-1-2° du règlement général de l'AMF, le concert constitué par Apicil Mutuelle, mutuelle régie par le livre II du Code de la mutualité dont le siège est situé 38 rue François Peissel – 69300 Caluire-et-Cuire, identifiée sous le numéro SIREN 302 927 553 (ci-après « **Apicil Mutuelle** ») et Apicil Prévoyance, Institution de prévoyance régie par le Titre III du Livre IX du Code de la sécurité sociale dont le siège est situé 38 rue François Peissel – 69300 Caluire-et-Cuire, identifiée sous le numéro SIREN 321 862 500 (ci-après « **Apicil Prévoyance** », le concert constitué par Apicil Mutuelle et Apicil Prévoyance étant ci-après dénommé le « **Concert** » ou l'« **Initiateur** ») a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la société Bluelinea, société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé 6 rue Blaise Pascal – 78990 Elancourt, identifiée sous le numéro unique 487 974 826 RCS Versailles, dont le capital social, qui s'élève à la date des présentes à la somme de 2.456.052,00 euros est divisé en 12.280.260 actions d'une valeur nominale unitaire de 0,20 euro (« **Bluelinea** » ou la « **Société** ») d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- la totalité des actions de la Société au prix unitaire de 1,30 euro payable exclusivement en numéraire, et
- la totalité des bons de souscription d'actions Y de la Société (ci-après les « **BSA Y** ») au prix unitaire de 0,01 euro payable exclusivement en numéraire.

Les Actions et les BSA Y de la Société sont désignés ensemble les « Titres » de la Société.

Les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth (ci-après « **Euronext Growth** ») sous le numéro ISIN FR0011041011 (mnémonique ALBLU) (ci-après les « **Actions** »). Les BSA Y sont admis aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth sous le numéro ISIN FR0013480985 (mnémonique BLUBT) et arrivent à échéance le 31 décembre 2022. Un BSA Y donne droit à une Action nouvelle au prix d'exercice de 5,50 €.

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

La Société précise que l'Offre revêt un caractère amical.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par le Crédit Industriel et Commercial (le « **CIC** » ou l'« **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse, soit les actions :
 - (1) qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des 43 676 actions auto-détenues (les « **Actions Auto-Détenues** ») soit à la connaissance de la Société un nombre maximum de 5 280 533 actions ;
 - (2) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par certains bénéficiaires de 266.983 BSA Y exerçables, soit à la connaissance de la Société un nombre maximum de 266.983 actions ;soit un nombre total maximum de 5 547 516 Actions visées par l'Offre, et
- la totalité des 266.983 BSA Y en circulation et non-détenus directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse.

Il est précisé que les 43 676 Actions Auto-Détenues par la Société pour les besoins du compte de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

En dehors de ces titres, il est précisé, qu'à la connaissance de la Société, à la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Il est également précisé que l'offre n'est assortie d'aucune contrepartie spécifique consentie par le Concert au profit des Principaux Actionnaires, tels que définis au paragraphe 1.2.1 ci-après. La structure de l'opération ayant entraîné l'acquisition par le Concert de droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital constituant une contrepartie antérieure à l'offre mais pouvant être rattachée à celle-ci, les Principaux Actionnaires se sont engagés par email adressé à l'émetteur à ne pas apporter leurs titres à l'offre, à l'exception, et sous réserve de l'accord préalable de l'AMF, des titres détenus par des fonds gérés par Nextstage arrivant à échéance en 2022, ce qui représente au maximum 60 994 actions et 15 513 BSA soit respectivement 4,9% de la position totale de celle-ci en actions et 16,6% en BSA.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

1.2 Contexte et principaux termes de l'Offre

1.2.1 Motifs de l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, le Concert, composé des entités Apicil Mutuelle et Apicil Prévoyance, détient 6.956.051 Actions représentant 7.241.764 droits de vote, soit 56,64% du capital et 52,28% des droits de vote de celle-ci. Le Concert détient également 40.815 BSA Y sur un total de 307.798 BSA Y en circulation.

Le franchissement à la hausse des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société le 15 juillet 2022 déclaré par le Concert fait suite à sa souscription, à titre réductible et à titre irréductible, de 6.629.523 actions ordinaires de la Société dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant de 7.999.999,00 euros mise en œuvre par le directoire de la Société le 22 juin 2022, agissant

sur délégation de l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 2 juin 2021, par voie d'émission de 7.999.999 actions ordinaires nouvelles (l' « **Augmentation de Capital** »).

Cette opération s'est insérée dans le prolongement de discussions menées entre les principaux actionnaires de la Société (Nextstage, famille Westermann et Good Values for Money (les « **Principaux Actionnaires** »), ayant abouti à la conclusion d'une lettre d'intention en date du 22 juin 2022 prévoyant une augmentation de capital assortie d'une cession, par lesdits actionnaires principaux, de leurs droits préférentiels de souscription au profit du Concert.

Les résultats de l'Augmentation de Capital ont été annoncés le 15 juillet 2022 et le règlement-livraison a eu lieu le 20 juillet 2022.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de cette souscription, à titre irréductible et à titre réductible, à l'Augmentation de Capital, qu'il avait accepté de garantir, franchi les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur, dans sa Note d'Information, a notamment indiqué s'agissant de ses intentions pour les douze mois à venir :

- que l'expertise de Bluelinea vient compléter l'étendue de l'offre du Groupe Apicil à destination des seniors ;
- avoir l'intention de poursuivre et développer les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. L'Offre n'aura ainsi aucune incidence négative sur la stratégie industrielle et commerciale de la Société, ni sur son activité future. La stratégie financière de l'entreprise est en cours de révision dans le but de réduire les frais financiers et d'optimiser les marges commerciales ;
- que bien que faisant partie du Groupe Apicil, Bluelinea continuera à jouir de l'autonomie de sa direction et définira sa propre stratégie ;
- que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société et n'aura pas d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. Aucune restructuration significative n'est envisagée à court ou moyen terme du fait de l'Offre ;
- que l'Offre est par conséquent sans impact négatif sur le personnel de la société dont le professionnalisme est reconnu. Les salariés qui le souhaitent pourront bénéficier d'opportunités d'évolution supplémentaires au sein du Groupe Apicil ;
- ne pas envisager de fusionner la Société avec une autre société ;
- ne pas envisager d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre.

1.2.2 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

1.2.3 Caractéristiques de l'Offre

Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 6.956.051 Actions, représentant 56,64% du capital social et 52,28 % des droits de vote de la Société et 40.815 BSA Y.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse :

(1) Qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des 43.676 actions auto-détenues (les « **Actions Auto-Détenues** »), soit à la connaissance de la Société un nombre maximum de 5 280 533 actions ;

(2) Qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par certains bénéficiaires de 266.983 bons de souscriptions (BSA Y) soit à la connaissance de la Société un nombre maximum de 266.983 actions ;

soit un nombre total maximum de 5.547.516 Actions visées par l'Offre, et

- la totalité des 266.983 BSA Y non-détenus directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse.

Situation des titulaires d'instruments dilutifs

A la date de la présente Note en Réponse, à la connaissance de la Société, 307.798 BSA Y sont en circulation, tous exerçables par leurs titulaires (avec un ratio d'une action de la Société par BSA Y en cas d'exercice) et arrivant à échéance le 31 décembre 2022, au prix d'exercice de 5,50 euros par action nouvelle.

A l'exception des Actions ordinaires et des BSA Y, il n'existe, à la connaissance de la Société aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation en France.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, ne pourra pas être réouverte à la suite de la publication de son résultat définitif en application de l'article 232-3 du Règlement général de l'AMF.

Procédure d'appel à l'Offre

Les Actions et les BSA Y apportés à l'Offre devront être librement cessibles et libres de tout privilège, gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions et les BSA Y apportés qui ne satisferaient pas ces conditions.

Les Actions et les BSA Y détenus sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions et les BSA Y sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs Actions et leurs BSA Y afin de les apporter à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions et les BSA Y sous la forme nominative.

Les actionnaires de la Société dont les Actions et les BSA Y sont inscrits auprès d'un intermédiaire financier (par exemple, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement) qui souhaiteraient apporter des Actions et/ou des BSA Y à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre au plus tard le jour de clôture de l'Offre (inclus) - sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné - en utilisant le modèle mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les actionnaires ou porteurs des BSA Y détenant leurs actions ou leurs BSA Y sous la forme nominative pure et qui souhaiteraient apporter leurs actions ou leurs BSA Y à l'Offre devront transmettre leur instruction à CIC Market Solutions, teneur de registre des Actions et des BSA Y, au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre.

Les ordres de présentation des Actions et/ou des BSA Y à l'Offre seront irrévocables.

L'Offre sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. CIC Market Solutions (adhérent 518), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions et tous les BSA Y qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des vendeurs.

Compte tenu de l'impossibilité technique de procéder à un paiement inférieur à 0,01 euro, le prix unitaire des BSA a été arrondi à la hausse à 0,01 euro pour permettre de procéder au règlement des BSA dans le cadre de l'Offre.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des porteurs ayant apporté leurs Actions et/ou leurs BSA Y à l'Offre.

Le transfert de propriété des Actions et BSA Y apportés à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L.211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

2. Avis motivé du Conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis lundi 28 novembre 2022 à 8 heures 30, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil de surveillance de la Société, à l'exception de Monsieur Thomas PERRIN représentant de l'Initiateur et président ayant donné pouvoir à Madame Florence AURELLY, membre représentant l'Initiateur, étaient présents ou représentés, à

savoir Madame Alexandra CARINGI, membre représentant l'Initiateur, Monsieur Bertrand JOUNIN, membre représentant l'Initiateur, Monsieur Eric BODILSEN, membre indépendant, Monsieur Louis Robert CAZAL, représentant de Good Values For Money, Madame Sandrine DEGOS, membre indépendant et Monsieur Marc WESTERMANN, représentant de la famille WESTERMANN.

Les termes de l'Offre ont été rappelés aux membres du Conseil de surveillance, tels que repris dans la Note d'Information transmis par l'Initiateur, qui ont ensuite étudié la présente Note en Réponse.

Il est précisé que les travaux du cabinet Finexsi représenté par Messieurs Olivier COURAU et Lucas ROBIN désigné en qualité d'expert indépendant par la Société en application des dispositions de l'article 261-1, I 1° et 5° du règlement général de l'AMF afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert indépendant** »), ont été menés sous la supervision d'un Comité *ad hoc* composé de Monsieur Thomas PERRIN, président, Monsieur Eric BODILSEN et Madame Sandrine DEGOS, membres indépendants du Conseil de surveillance de la Société, conformément à la recommandation de l'AMF N°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Le Conseil de surveillance a par ailleurs pris acte que les représentants du personnel de la Société, consultés sur le projet d'offre dans le cadre de la procédure d'information consultation des instances représentatives du personnel de la Société, ont émis un avis favorable, le 12/10/2022.

La délibération du Conseil de surveillance concernant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance doit émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont eu communication :

- du rapport en date du 19/10/2022 établi par l'Expert Indépendant en exécution de sa mission et de son Addendum en date du 28/11/2022 ;*
- de la recommandation formulée par le Comité ad hoc ;*
- du projet de Note d'Information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre, les intentions du Groupe APICIL au cours des 12 prochains mois ainsi que la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établi par la banque CIC MARKET SOLUTIONS, Banque présentatrice de l'Offre ;*
- du projet de Note en Réponse établi par la Société ;*
- de l'avis favorable du CSE (Comité Social et Economique) de la Société consulté dans le cadre de la procédure d'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société relative à l'Offre ;*
- du projet de communiqué de presse, normé relatif au projet d'Offre.*

Le président donne la parole à l'Expert Indépendant pris en la personne de Monsieur Olivier COURAU afin qu'il présente ses travaux finalisés et l'Addendum de son rapport au Conseil de surveillance.

Il ressort de ses travaux (i) que le prix de 1,30 euro par action Bluelinea et le prix de 0,01 euro par BSA que l'initiateur propose dans le cadre de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de Bluelinea et les porteurs de BSA et (ii) l'absence de rupture d'égalité concernant les conditions financières de l'Offre entre les actionnaires de Bluelinea, d'une part, et les porteurs de BSA d'autre part, et l'absence d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

Le président remercie Monsieur Olivier COURAU pour sa présentation.

Le président rappelle que le Comité ad hoc a suivi les travaux de l'Expert Indépendant. Il donne la parole à Monsieur Eric BODILSEN afin qu'il présente au nom du Comité ad hoc ses observations.

Celui-ci indique qu'au vu du rapport de l'Expert Indépendant et de son Addendum, le comité ad hoc a unanimement considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé, en conséquence, au Conseil de surveillance de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre.

Le président remercie Monsieur Eric BODILSEN.

Puis une discussion sur le projet d'Offre s'instaure entre les membres du Conseil de surveillance.

Après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance à l'unanimité de ses membres présents et représentés, prend acte, notamment :

- que l'Initiateur considère que l'expertise de Bluelinea vient compléter l'étendue de l'offre du Groupe Apicil à destination des seniors ;*
- que l'Initiateur a l'intention de poursuivre et développer les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. L'Offre n'aura ainsi aucune incidence négative sur la stratégie industrielle et commerciale de la Société, ni sur son activité future étant précisé que la stratégie financière de la Société est en cours de révision dans le but de réduire les frais financiers et d'optimiser les marges commerciales ;*
- que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société et n'aura pas d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;*
- que bien que partie du Groupe Apicil, Bluelinea continuera à jouir de l'autonomie de sa direction et définira sa propre stratégie ;*
- que l'Offre est par conséquent sans impact négatif sur le personnel de la société dont le professionnalisme est reconnu, étant précisé que les salariés qui le souhaitent pourront bénéficier d'opportunités d'évolution supplémentaires au sein du Groupe Apicil ;*
- que l'Initiateur n'envisage pas de fusionner la Société avec une autre société ;*
- que l'Initiateur n'envisage pas d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre ;*
- que l'Initiateur n'envisage pas de modifier de manière substantielle les structures de gouvernance de la Société et qu'ainsi il ne devrait pas être apporté de modification substantielle à la composition du Directoire de la Société, ni de celle Conseil de surveillance ;*

- que le prix de 1,30 euro par action Bluelinea offre une prime de +16,1 % sur la base du cours de clôture de la société du 15/07/2022 et une décote de 9,9 % sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une durée de 60 jours avant l'annonce de l'Offre ;

- que le prix de l'Offre est de 0,01 euros par BSA ;

- que l'Offre est obligatoire et réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF ;

- que l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 1,30 euro par action Bluelinea et le prix 0,01 euro par BSA que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires du Bluelinea et les porteurs de BSA ;

- que l'Expert Indépendant constate également l'absence de rupture d'égalité concernant les conditions financières de l'Offre entre les actionnaires d'une part et les porteurs de BSA d'autre part, et l'absence d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre ;

- de l'avis favorable rendu le Comité Social et Economique dans le cadre de la procédure d'information-consultation sur le projet d'Offre le 12/10/2022 ;

- que l'Offre donne de la liquidité à des conditions équitables pour les actionnaires et les porteurs de BSA qui voudraient sortir, sachant que ceux qui souhaitent accompagner la stratégie de la Société sont en mesure de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé ;

- de la recommandation du Comité ad hoc qui a unanimement considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé, en conséquence, au Conseil de surveillance de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre ;

- que, lors du dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a fait connaître à l'AMF son intention de ne pas demander la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre même si les conditions légales et réglementaires sont réunies ;

- que l'Initiateur ne s'interdit pas de procéder à l'acquisition ou à la vente d'actions de la Société, après la clôture de l'Offre pour ajuster sa participation ;

- que la future politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée en fonction de ses projets de développement et de sa capacité distributive, de sa trésorerie et de ses besoins de financement, dans le respect des dispositions légales, réglementaires et statutaires applicables ;

- qu'à la date du présent projet de Note en réponse, malgré le redressement espéré de la rentabilité de la Société, l'Initiateur n'anticipe pas que le résultat soit suffisant pour autoriser la distribution d'un dividende avant plusieurs années ;

- que l'Initiateur s'interdit de déposer une nouvelle offre publique d'achat avec retrait obligatoire pendant une durée de douze mois à compter du dépôt de la note d'information relative à l'Offre.

Au vu des éléments qui précèdent, et, après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;

- décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;

- compte tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable des prix proposés dans le cadre de l'Offre, recommande aux actionnaires et porteurs de BSA qui souhaitent bénéficier de la liquidité ainsi offerte d'apporter leurs titres à l'Offre ;

- approuve le projet de Note en Réponse de la Société, le projet de document « autres informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques financières et comptables de la Société, ainsi que le projet de communiqué normé relatif au projet d'Offre et donne tous pouvoirs au Président du directoire pour les finaliser et les déposer auprès de l'AMF ;

- décide de donner tous pouvoirs au Président du directoire avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de Note en Réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF, le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques financières et comptables de la société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre du projet d'Offre et plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre.

Après revue de ces éléments, le Conseil de surveillance à l'unanimité a confirmé les termes de son avis motivé rendu le 28 novembre 2022 et reproduit dans son intégralité ci-dessus.

Il est enfin précisé que les membres du Conseil de surveillance ont reçu l'Addendum au rapport de l'Expert Indépendant en date du 28/11/2022.

3. Intentions des membres du Conseil de surveillance de la Société

Le président demande aux membres du Conseil de surveillance leur intention d'apport ou non des titres Bluelinea que ceux-ci détiennent.

MM. Marc Westermann et Y. Cazal indiquent en réponse que la famille Westermann et la société Good Values for Money se sont engagées à ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

4. Intentions de la Société relatives aux actions auto-détenues

Le directoire de la Société, lors de sa séance du 25/11/2022, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions Bluelinea auto-détenues par la Société.

À la date de la présente Note en Réponse, la société détient 43 676 de ses propres actions.

5. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Il n'existe à la connaissance de la Société, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Il est également précisé que l'offre n'est assortie d'aucune contrepartie spécifique consentie par le Concert au profit des Principaux Actionnaires, tels que définis au paragraphe 1.2.1 ci-

après. La structure de l'opération ayant entraîné l'acquisition par le Concert de droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital constituant une contrepartie antérieure à l'offre mais pouvant être rattachée à celle-ci, les Principaux Actionnaires se sont engagés par e-mail adressé à l'émetteur à ne pas apporter leurs titres à l'offre, à l'exception, et sous réserve de l'accord préalable de l'AMF, des titres détenus par des fonds gérés par Nextstage arrivant à échéance en 2022, ce qui représente au maximum 60 994 actions et 15 513 BSA soit respectivement 4,9% de la position totale de celle-ci en actions et 16,6% en BSA.

6. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique

Conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les éléments mentionnés à l'article L.225-37-5 du Code de commerce sont les suivants :

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social s'élève à 2 456 052 € divisé en 12 280 260 actions ordinaires de 0,20 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

	Actions		Droits de vote théoriques	
	#	%	#	%
NextStage ¹	1.254.116	10,2 %	1.254.116	9,1 %
Good Values for Money SA ²	1.977.900	16,1 %	1.977.900	14,3 %
Famille Westermann ³	500.000	4,1 %	1.00.000	7,2 %
Hager ⁴	400.000	3,3 %	800.000	5,8 %
Apicil Mutuelle & Apicil Prévoyance	6.959.051	56,6 %	7.241.764	52,3 %
Autocontrôle	43.676	0,4 %	43.676	0 %
Flottant	1.148.517	9,4 %	1.534.361	11,1 %
Total	12.280.260	100 %	13.851.817	100 %

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

Néant

¹ Gestionnaire d'actifs basé à Paris dont le bénéficiaire effectif est Grégoire Sentilhes

² Le représentant de cette société de gestion suisse basée à Lausanne, M. Louis Cazal, siège au conseil de surveillance de Bluelinea

³ M. Alexis Westermann, fondateur de Bluelinea, et différents membres de sa famille

⁴ Acteur majeur dans le domaine des solutions et de services pour les installations électriques dans les bâtiments résidentiels, tertiaires et industriels, partenaire industriel de Bluelinea, dont les bénéficiaires effectifs sont M. Philippe Ferragu et Mme Dahna Goldstein

6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société, ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres depuis le 1er janvier 2018

Néant

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

Néant

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

Néant

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

Néant

7. Rapport de l'Expert Indépendant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et son Addendum

Cf. Rapport et Addendum en annexe

8. Modalités de mise à disposition du document « Autres informations »

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

Elles seront disponibles sur les sites Internet de Bluelinea (bluelinea.com) et de l'AMF (amf-france.org) et peuvent être obtenues sans frais auprès de : **Bluelinea** 6, rue Blaise Pascal 78990 Elancourt. 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.

9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Monsieur Laurent Levasseur

Président du directoire

Annexe

**Rapport de l'Expert Indépendant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF
et son Addendum**



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Bluelinea
CARING INNOVATION

Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par les sociétés APICIL PREVOYANCE et APICIL MUTUELLE sur les titres de BLUELINEA SA

19 octobre 2022

SOMMAIRE

1. Contexte de l'Offre	5
2. Présentation de l'Opération	6
2.1 Sociétés concernées par l'Offre	6
2.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – le Concert	6
2.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre – BLUELINEA	6
2.2 Présentation de l'Offre	8
2.2.1 Contexte et motif de l'Offre	8
2.2.2 Intentions de l'Initiateur sur les 12 prochains mois	11
2.2.3 Caractéristiques de l'Offre	12
2.2.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre et de son issue	13
3. Déclaration d'indépendance	13
4. Diligences effectuées	14
5. Présentation de l'environnement économiques des activités de BLUELINEA	15
5.1 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de BLUELINEA	15
5.1.1 Présentation de la filière de la <i>Silver Economie</i>	16
5.1.2 Présentation du marché français de la téléassistance	17
5.1.3 Présentation des acteurs de la téléassistance en France	19
5.2 Présentation de BLUELINEA	21
5.2.1 Organigramme juridique	21
5.2.2 Rappel de l'historique	21
5.2.3 Présentation des activités du groupe BLUELINEA	23
5.3 Analyse financière de BLUELINEA	25
5.3.1 Compte de résultat consolidé	26
5.3.2 Bilan consolidé	31
5.3.3 Flux de trésorerie	35
5.4 Matrice SWOT	36
6. Evaluation des actions de la société BLUELINEA SA	37
6.1 Références et méthodes d'évaluation écartées	37
6.1.1 Actif net comptable consolidé	37

6.1.2	Actif net comptable réévalué	37
6.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	37
6.1.4	Valeur liquidative.....	38
6.1.5	Comparables boursiers.....	38
6.1.6	Objectifs de cours de bourse des analystes.....	38
6.2	Méthodes d'évaluation retenues	38
6.2.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société – À titre principal	39
6.2.2	Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - À titre principal	40
6.2.3	Cours de bourse – À titre indicatif.....	40
6.2.4	Transactions comparables – À titre indicatif.....	45
6.3	Données de référence de la Société.....	45
6.3.1	Nombre de titres retenu	45
6.3.2	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	46
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société	47
6.4.1	Transactions récentes sur le capital (à titre principal).....	47
6.4.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	50
6.4.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	53
7.	Evaluation des BSA Y.....	55
7.1	Analyse des cours des BSA Y	56
7.2	Valeur optionnelle des BSA Y.....	56
8.	Accords connexes.....	57
8.1	Analyse de la clause de cession des DPS.....	58
8.2	Analyse de la clause de cessions complémentaires.....	59
9.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur.....	60
9.1	Choix des critères d'évaluation	60
9.2	Mise en œuvre des différents critères.....	60
9.2.1	Données de référence	60
9.2.2	Transactions sur le capital de la Société	61
9.2.3	Actualisation des flux de trésoreries futurs.....	62
9.2.4	Analyse du cours de bourse	63
9.2.5	Actif Net Comptable	63

9.2.6	Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables	64
9.3	Appréciation du prix des BSA Y	65
10.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert	65
10.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	65
10.2	Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre	66
11.	Annexes	68
11.1	Annexe 1 : Présentation de FINEXSI et déroulement de la mission	68
11.2	Annexe 2 : Lettre de mission signée par la Société	73

1. Contexte de l'Offre

La société BLUELINEA SA (ci-après la « Société ») a annoncé dans son communiqué de presse publié le 23 juin 2022 le lancement d'une augmentation de capital d'un montant minimum de 7,1 M€ (ci-après l'« Augmentation de Capital ») avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « DPS ») au prix de 1,00 € par action afin de sécuriser le remboursement des dettes contractées durant la crise sanitaire et de financer le besoin en fonds de roulement lié à la croissance de son activité. Les actions nouvelles émises lors de cette opération sont assimilables aux actions existantes, portent jouissance depuis le 1^{er} janvier 2022 et sont admises aux négociations sur le marché de l'EURONEXT GROWTH depuis le 20 juillet 2022.

Dans le cadre de l'Augmentation de Capital, les sociétés APICIL MUTUELLE et APICIL PREVOYANCE (ci-après le « Concert » ou l'« Initiateur »), toutes deux filiales du groupe mutualiste APICIL (ci-après « APICIL »), ont exprimé leur intention de souscrire aux actions émises, à titre irréductible et réductible, pour un montant minimum de 7,1 M€.

L'Augmentation de Capital résulte des accords signés le 22 juin 2022 entre l'Initiateur et M. Alexis WESTERMANN, NEXTSTAGE et GOOD VALUES FOR MONEY (GVFM) (ci-après les « Actionnaires Historiques »), détenant préalablement à l'Augmentation de Capital respectivement 12%, 29% et 21% du capital de BLUELINEA.

La Société a annoncé dans son communiqué de presse du 15 juillet 2022 le succès de l'Augmentation de Capital et précisé que, conformément à son intention, le Concert a souscrit 6.629.523 actions sur les 7.999.999 actions nouvelles émises lors de l'opération, portant sa participation au capital de la Société post-opération à 56,64%, soit 6.956.051 actions. Par ailleurs, post-opération, le Concert concentre 52,28% des droits de votes de la Société. Dans ce contexte, la Société a précisé que le Concert prévoyait de déposer un projet d'offre publique d'acquisition, conformément aux obligations résultant du franchissement de seuil.

Dans son communiqué de presse du 22 juillet 2022, la Société a précisé les termes du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifié (ci-après l'« OPAS », l'« Opération » ou l'« Offre »). L'Offre vise l'intégralité des actions BLUELINEA et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, conformément aux textes applicables. Le prix d'acquisition dans le cadre de l'OPAS s'établit à 1,15 € par action et 0,01 € par bon de souscription Y (ci-après « BSA Y »).

Il est à noter que le Concert n'envisage pas de réaliser d'opération de retrait obligatoire conséquemment à la réalisation de l'OPAS dans le cas où les conditions qui le permettraient seraient remplies.

Dans ce cadre, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (« FINEXSI ») a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de BLUELINEA réuni le 18 août 2022 afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de BLUELINEA. Cette désignation dans le cadre des Offres Publiques est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1° et 5° du Règlement général de l'Autorité de Marchés Financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF n°2006-15.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par BLUELINEA. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport, établi pour les seuls besoins du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires résidant dans d'autres pays.

2. Présentation de l'Opération

2.1 Sociétés concernées par l'Offre

2.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – le Concert

APICIL PREVOYANCE et APICIL MUTUELLE, agissant de concert (l'Initiateur de l'Offre), sont respectivement des institutions de retraite complémentaire et une mutuelle, dont le siège social est situé au 38, rue François Peissel à Caluire-et-Cuire (69300). Elles sont toutes deux immatriculées au répertoire des entreprises et établissements de l'INSEE sous les numéros 321 862 500 et 302 927 553, respectivement.

Ces sociétés sont intégrées dans le périmètre d'activité de santé et de prévoyance d'APICIL et proposent des contrats individuels et collectifs de santé et de prévoyance aux salariés, aux particuliers, aux travailleurs non-salariés et aux retraités, ainsi qu'aux entreprises.

APICIL est un groupe de protection sociale français à gouvernance mutualiste et paritaire. Au travers de ses différentes filiales, APICIL propose aux particuliers et aux professionnels une gamme de solutions articulées autour des domaines (i) de la santé et de la prévoyance, (ii) de l'épargne et des services financiers et (iii) de la retraite.

2.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre – BLUELINEA

BLUELINEA est une société anonyme de droit français à Directoire et Conseil de surveillance, dont le siège social est situé au 6, rue Blaise Pascal à Elancourt (78990). Elle est immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés de Versailles, sous le numéro 487 974 826.

Fondée en 2006 par Messieurs Alexis WESTERMANN et Laurent LEVASSEUR, BLUELINEA SA est la société mère du groupe éponyme français, acteur majeur de la *Silver Economie* (cf. §5.1.1) et plus particulièrement du marché de la téléassistance pour les personnes en perte d'autonomie (âgées ou en situation de handicap) présentes à domicile ou en établissement de santé spécialisé en France.

Le 31 décembre 2021, la Société a réalisé l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE, société également spécialisée dans la téléassistance.

La date de clôture des comptes de la Société est fixée au 31 décembre de chaque année.

Les actions BLUELINEA SA sont admises aux négociations sur le marché organisé d'EURONEXT GROWTH Paris (ex-ALTERNEXT) depuis le 14 juin 2014 (code ISIN FR0011041011).

Selon le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 26 septembre 2022 et de sa mise à jour qui nous a été transmise le 17 octobre (le « Projet de Note d'Information »), le capital de la Société s'élevait à 2 456 052,00 €, réparti en 12.280.260 actions de valeur nominale 0,20 €. Au 26 septembre 2022, soit après la réalisation de l'Augmentation de Capital intervenue en juillet 2022 conduisant à la création de 7.999.999 actions nouvelles, la répartition du capital et des droits de vote de BLUELINEA se présente comme suit :

Actionnariat de BLUELINEA au 26 septembre 2022

Détail de l'actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
NextStage	1 254 116	10,2 %	1 254 116	9,1 %
Good Value for Money	1 977 900	16,1 %	1 977 900	14,3 %
Famille Westermann	500 000	4,1 %	1 000 000	7,2 %
Hager	400 000	3,3 %	800 000	5,8 %
Apicil	6 956 051	56,6 %	7 241 764	52,3 %
Autocontrôle	43 676	0,4 %	43 676	0,3 %
Flottant	1 148 517	9,4 %	1 534 361	11,1 %
Total	12 280 260	100,0 %	13 851 817	100,0 %

Source : Projet de Note d'Information

La part du capital flottant dans l'actionnariat BLUELINEA est de 9,4%.

Les actions auto-détenues par BLUELINEA pour les besoins du compte de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information.

Le nombre total d'actions BLUELINEA retraité de cet autocontrôle s'élève ainsi à 12.236.584 actions.

A la date du Projet de Note d'Information 307.798 bons de souscription d'actions Y (« BSA Y ») sont en circulation, dont 40.815 BSA Y sont détenus par l'Initiateur, tous exerçables par leurs titulaires (avec un ratio d'une action par BSA Y en cas d'exercice) et arrivant à échéance le 31 décembre 2022, au prix d'exercice de 5,50 euros par action nouvelle.

Il n'existe aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner immédiatement, ou à terme, accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.2 Présentation de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'Opération sont issues du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur auquel il convient de se référer.

2.2.1 Contexte et motif de l'Offre

2.2.1.1 Motif de l'Offre

« Le Groupe Apicil est un groupe de protection sociale et patrimoniale, paritaire et mutualiste, créé en 1938. Il est aujourd'hui reconnu comme le 3ème groupe de protection sociale en France, réalisant un chiffre d'affaires de plus de 3,3 milliards d'euros sur l'exercice 2021.

Le Groupe Apicil se compose de différentes entités qui structurent son activité, parmi lesquelles se trouvent la mutuelle Apicil Mutuelle et l'institution de prévoyance Apicil Prévoyance. Ces deux dernières participent ensemble, depuis de nombreuses années, au développement de la protection sociale et de l'assurance de personnes au sein du Groupe Apicil. Elles sont liées par des liens de solidarité financière importants et durables au sein d'une Société de Groupe Assurantiel de Protection Sociale (SGAPS).

Ces entités sont au capital de Bluelinea depuis 2015 et détenaient 326.528 Actions soit 7,63% du capital avant juillet 2022.

En juin 2022, devant des besoins financiers accrus liés notamment au remboursement des dettes financières (environ 4,1 M€ de dettes financières nettes au 31/12/2021 y compris le crédit vendeur lié à l'acquisition de Securitas) et au besoin en fonds de roulement (environ 2M€ de dettes fiscales et sociales au 31/12/2021 et augmentation du BFR d'exploitation lié à la croissance de l'activité sur le premier semestre 2022), le Directoire a fait le choix de renforcer les fonds propres de Bluelinea au travers d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant de 7,1M€ pouvant être porté à 8,0M€.

Dans un contexte de marché difficile marqué par une remontée de la volatilité depuis février 2022 et une situation financière tendue (capitaux propres négatifs de 1,8M€ au 31/12/21), la Société a souhaité sécuriser l'issue de l'opération et a sollicité l'Initiateur en ce sens.

Pour le Groupe Apicil, groupe à but non lucratif, la participation à l'augmentation de capital s'entendait d'une prise de responsabilité, dans la mesure où Bluelinea avait besoin d'un actionnaire capable de garantir sa pérennité. Cette opération traduit par ailleurs le souhait du Groupe Apicil de renforcer sa proposition de services dans la prise en charge du vieillissement de la population tant vis-à-vis des établissements spécialisés que des personnes isolées. En intégrant le Groupe Apicil, Bluelinea bénéficie ainsi désormais du soutien d'un actionnaire puissant, qui lui faisait défaut.

Les discussions survenues entre l'Initiateur et les « Principaux Actionnaires » de Bluelinea (Nextstage, famille Westermann et Good Values for Money), ont donné lieu à une première proposition fondée sur une valorisation de la Société au prix de 1€ par action, combinant (i) une éventuelle acquisition de titres auprès de tout ou partie des Principaux Actionnaires, et (ii) une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription afin que les minoritaires puissent participer à l'opération.

Cette offre, formalisée au travers d'une lettre d'intention émise par l'Initiateur en date du 20 mai 2022, n'ayant pas été retenue, les discussions se sont poursuivies et l'Initiateur a émis une seconde proposition, formalisée au travers d'une lettre d'intention (« LOI ») en date du 22 juin 2022 ne prévoyant plus de cession de titres concomitante ou préalable à l'augmentation de capital, mais centrée sur cette dernière.

Cette offre visait l'acquisition de DPS par l'Initiateur auprès des Principaux Actionnaires, au prix de 0,25 € par DPS, et une souscription aussi large que possible à l'augmentation de capital. Cette offre a été validée, pour un prix de revient global maximal expressément fixé à 1,15 € par titre, par les conseils d'administration respectifs des membres de l'Initiateur, le 21 juin 2022.

Le directoire de la Société s'est réuni dès l'acceptation de l'offre, le jour même de l'émission de cette dernière, pour décider l'augmentation de capital, sans que les accords de mise en œuvre de la lettre d'intention, aient pu être discutés ou conclus.

C'est dans ce contexte que l'Initiateur a accepté de garantir l'augmentation de capital, sans certitude, à ce stade, de pouvoir acquérir le contrôle de Bluelinea par le biais de l'augmentation de capital, dès lors que le franchissement du seuil de 50% n'était pas sécurisé et dépendait du taux de participation des actionnaires minoritaires à l'augmentation de capital.

[...]

La souscription d'Apicil Prévoyance et Apicil Mutuelle à l'Augmentation de Capital a permis le renforcement de la structure financière de Bluelinea, de reconstituer des capitaux propres positifs, de lui permettre de rembourser les emprunts en cours, notamment les prêts garantis par l'Etat, et de financer un besoin en fonds de roulement croissant.

Le Concert, composé des organismes Apicil Mutuelle et Apicil Prévoyance, a déclaré avoir franchi à la hausse le 15 juillet 2022, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 6.956.051 Actions représentant 7.241.764 droits de vote, soit 56,64% du capital et 52,28% des droits de vote de celle-ci.

Le dépôt de l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur de déposer une offre publique à la suite de la réalisation de l'Augmentation de Capital décrite à l'article 1.1.3 ci-après, en application des dispositions de l'article 235-2 du Règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée suivant la procédure simplifiée conformément aux dispositions de l'article 233-1-2° du Règlement général de l'AMF, dans la mesure où, du fait de la réalisation de l'Acquisition, l'Initiateur détient, plus de la moitié du capital et des droits de vote de Bluelinea. »

2.2.1.2 Historique de la participation de l'Initiateur au cours des douze derniers mois

« Préalablement à l'Augmentation de Capital, l'Initiateur détenait 326 528 actions représentant 7,63% du capital et 10,52% des droits de vote de la Société.

[...]

Par décision en date du 22 juin 2022, le Directoire a décidé de procéder à l'Augmentation de Capital portant initialement sur un montant de 7 133 768 euros, prime d'émission incluse, par émission de 7 133 768 actions nouvelles d'une valeur nominale unitaire de 0,20 euro (pouvant être porté à 7 999 999 euros, prime d'émission incluse, par émission d'un total de 7.999.999 actions nouvelles en cas d'exercice de la clause d'extension).

Par décision en date du 15 juillet 2022, le Directoire a décidé d'exercer la clause d'extension et d'émettre 7 999 999 actions nouvelles.

Dans le cadre de l'Augmentation de Capital, et pour les besoins de sa souscription, l'Initiateur :

- disposait de 326 528 droits préférentiels de souscription ("DPS") attachés à sa participation historique ;

- a acquis 2 163 761 DPS :

- sur le marché de gré à gré, 1 757 320 DPS à un prix unitaire de 0,25 euro, tel qu'arrêté préalablement à l'opération selon la limite haute fixée par les termes de l'autorisation des conseils d'administration de l'Initiateur et accepté par les cédants, aux termes d'une négociation sur une valeur économique déconnectée de la valeur théorique des DPS, menée dans les circonstances indiquées au paragraphe 1.1.1 ci-dessus ;*
- sur le marché Euronext Growth, 406 441 DPS selon l'historique détaillé ci-dessous (étant précisé que l'acquisition du 30/06/2022 prend en compte l'acquisition des 270 000 DPS de Good Values For Money conformément aux engagements de la LOI signée le 22 juin 2022) :*

Date d'opération	Type d'opération	Quantité	Devise	Valeur d'acquisition (€)
30/06/2022	Achat de DPS	290 004	EUR	0,25
05/07/2022	Achat de DPS	25 000	EUR	0,15
07/07/2022	Achat de DPS	65 890	EUR	0,05
08/07/2022	Achat de DPS	25 547	EUR	0,007

Soit un nombre total de 2 490 289 DPS, qui ont été exercés à titre irréductible (à raison de 3 DPS pour 5 actions nouvelles) pour un total de 4 150 480 actions nouvelles.

Par ailleurs, l'Initiateur a souscrit 2 479 043 actions nouvelles à titre réductible.

Au total, l'Initiateur a souscrit, à titre irréductible et à titre réductible, 6 629 523 actions ordinaires de la Société dans le cadre de l'Augmentation de Capital.

[...]

En conséquence de l'Augmentation de Capital, l'Initiateur détient 6.956.051 actions représentant 56,64 % du capital et 52,28 % des droits de vote de la Société

[...]

Par ailleurs, l'Initiateur détient 40 815 BSA Y portant sur autant d'Actions et arrivant à échéance le 31 décembre 2022, 1 BSA Y donnant droit à une Action au prix d'exercice de 5,50 euros par Action nouvelle.

L'Initiateur, qui était actionnaire de la Société depuis 2015, n'a réalisé aucune acquisition d'actions Bluelinea au cours des douze mois précédant sa souscription à l'Augmentation de Capital. »

2.2.1.3 Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

« À la date du projet de Note d'Information, à la connaissance de l'Initiateur, 307 798 bons de souscription d'actions Y (BSA Y) sont en circulation, dont 40 815 BSA Y sont détenus par l'Initiateur, tous exerçables par leurs titulaires (avec un ratio d'une Action par BSA Y en cas d'exercice) et arrivant à échéance le 31 décembre 2022, au prix d'exercice de 5,50 euros par Action nouvelle. »

2.2.1.4 Engagement d'apport à l'Offre

« L'Initiateur n'a pas connaissance d'engagement d'apport d'actions à l'Offre. En revanche, comme indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus, les Principaux Actionnaires ont manifesté leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre, à l'exception des titres détenus par des fonds gérés par Nextstage arrivant à échéance en 2022, ce qui représente 60 994 actions et 15 513 BSA soit respectivement 4,9% de la position totale de celle-ci en actions et 16,6% en BSA. »

2.2.2 Intentions de l'Initiateur sur les 12 prochains mois

2.2.2.1 Stratégie et poursuite des activités de la Société

« APICIL MUTUELLE et APICIL PREVOYANCE appartiennent à un « groupe » dont l'entité faîtière est la SOCIETE DE GROUPE ASSURANTIEL DE PROTECTION SOCIALE APICIL (article L. 931-2-2- du code de sécurité sociale), et sont à ce titre liés contractuellement à ladite entité faîtière.

Dans ce cadre, l'expertise de BLUELINEA vient compléter l'étendue de l'offre du Groupe APICIL à destination des seniors.

L'Initiateur a l'intention de poursuivre et développer les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre. L'Offre n'aura ainsi aucune incidence négative sur la stratégie industrielle et commerciale de la Société, ni sur son activité future. La stratégie financière de l'entreprise est ainsi en cours de révision dans le but de réduire les frais financiers et d'optimiser les marges commerciales.

Bien que partie du Groupe APICIL, BLUELINEA continuera à jouir de l'autonomie de sa direction et définira sa propre stratégie. »

2.2.2.2 Synergies, gains économiques

« L'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre génère des synergies ni des gains économiques. Le Groupe APICIL disposait déjà d'un accord de distribution commercial avec la Société avant l'Augmentation de Capital. Cette dernière a permis le renforcement des moyens financiers de la Société qui pourra ainsi poursuivre sa stratégie de développement de façon autonome. »

2.2.2.3 Intérêt pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires

« Intérêts pour l'Initiateur

Le Groupe APICIL est un groupe de protection sociale proposant une gamme complète de solutions en santé-prévoyance, épargne collective et individuelle, services financiers et retraite. Sa raison d'être est la suivante : « Par une relation proche et attentionnée, soutenir toutes les vies, toute la vie ». La souscription à l'Augmentation de Capital de BLUELINEA par l'Initiateur traduit le souhait du Groupe APICIL de renforcer sa proposition de services dans la prise en charge du vieillissement de la population tant vis-à-vis des établissements spécialisés que des personnes isolées.

Intérêts pour la Société et ses actionnaires

La souscription de l'Initiateur à l'Augmentation de Capital a apporté de la visibilité à la Société et lui permettra de rembourser les emprunts en cours, notamment les prêts garantis par l'Etat. L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une offre obligatoire dans la mesure où l'Initiateur a en conséquence de sa souscription à l'Augmentation de Capital, franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au Prix de l'Offre. »

2.2.3 Caractéristiques de l'Offre

2.2.3.1 Principaux termes de l'Offre

« Le prix de l'Offre par Action sera de 1,15 euro par Action apportée et de 0,01 euro par BSA Y apporté. Le Prix d'Offre par Action a été fixé incluant tout versement de dividendes éventuels. Par conséquent, le Prix d'Offre par Action sera réduit du montant de tout dividende ou distribution, sous quelque forme que ce soit, payé avant la date de règlement pour chaque acquisition dans le cadre de l'Offre. »

2.2.3.2 Nombre et nature des actions visées par l'Offre

« À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient directement 6 956 051 Actions, représentant 56,64% du capital social et 52,28 % des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur :

- *la totalité des Actions non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre :*
 - (1) *Qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des 43 676 actions auto-détenues, soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre maximum de 5 280 533 actions ;*
 - (2) *Qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'exercice par certains bénéficiaires de 266 983 bons de souscriptions (BSA Y) soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre maximum de 266 983 6actions ;*

soit un nombre total maximum de 5 547 516 Actions visées par l'Offre, et

- la totalité des 266 983 BSA Y non-détenus directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre.

Il est précisé que les 43 676 Actions Auto-Détenues par la Société pour les besoins du compte de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre et sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date du projet de Note d'information en application de l'article L. 233-92° du Code de commerce. »

2.2.3.3 Situation des titulaires d'instruments dilutifs

« À la date du Projet de Note d'Information, à la connaissance de l'Initiateur, 307 798 BSA Y sont en circulation, tous exerçables par leurs titulaires (avec un ratio d'une action de la Société par BSA Y en cas d'exercice) et arrivant à échéance le 31 décembre 2022, au prix d'exercice de 5,50 euros par action nouvelle.

A l'exception des Actions ordinaires et des BSA Y, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. »

2.2.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre et de son issue

« L'Initiateur n'a pas connaissance d'accords et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre. »

3. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la présente opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

4. Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de BLUELINEA ;
- L'obtention du plan d'affaires établi par la Direction de BLUELINEA qui couvre la période 2022-2027 et qui a fait l'objet d'une validation par le Conseil de surveillance du groupe BLUELINEA le 10 octobre 2022 ;
- L'examen des transactions intervenues récemment sur le capital de BLUELINEA et notamment l'Augmentation de Capital ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de BLUELINEA, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour BLUELINEA susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget de l'exercice en cours et du plan d'affaires avec le *management* de la Société et les responsables opérationnels, intégrant l'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires de BLUELINEA et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables récentes sur la base des données publiques disponibles ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- La mise en œuvre d'une évaluation des BSA Y en circulation, également visés par l'Offre, selon le modèle de *Black & Scholes* ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;

- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par CIC MARKET SOLUTIONS en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (ci-après l'« Etablissement Présentateur » ou « le CIC ») ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions et des BSA Y BLUELINEA et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 1,15 € par action et de 0,01 € par BSA Y.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de la Société, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le Projet de Note d'Information. Nous avons, dans ce cadre, tenu une réunion de travail avec les représentants du CIC.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

5. Présentation de l'environnement économiques des activités de BLUELINEA

Nous présentons dans un premier temps le marché de la *Silver Economie*, avant de présenter la société BLUELINEA.

5.1 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de BLUELINEA

En raison du secteur d'activité et du secteur géographique sur lesquels opèrent la Société, cette présentation portera principalement sur le marché de la *Silver Economie* et, plus précisément, de la téléassistance en France.

5.1.1 Présentation de la filière de la *Silver Economie*

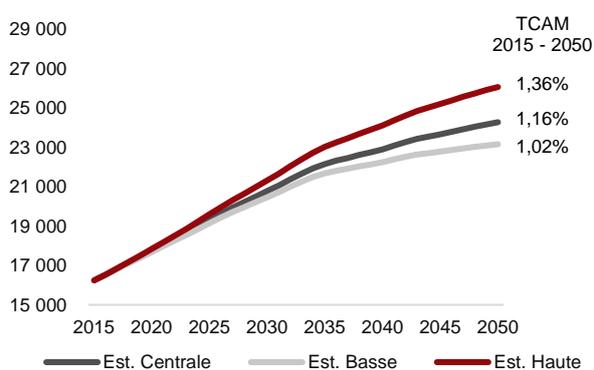
Le concept de *Silver Economie* désigne l'ensemble des activités économiques et industrielles destinées aux personnes âgées de plus de 60 ans, dites séniors¹. En effet, dans le cadre de leurs activités, les acteurs de la *Silver Economie* visent principalement à améliorer la qualité de vie des personnes âgées et à garantir au maximum leur autonomie.

Dès lors, divers secteurs d'activités sont compris dans le concept de *Silver Economie* qui couvre notamment : la santé (soins à domicile, médecine à distance), la sécurité et l'autonomie (téléassistance), l'habitat (domotique et adaptation du logement), les services à la personne, les outils de communication, la mobilité, l'accueil en établissement spécialisé, etc.

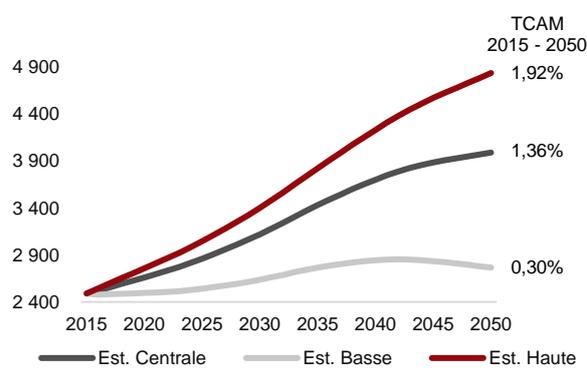
La création par le gouvernement en 2013 de la filière de la *Silver Economie* s'inscrit dans un contexte de vieillissement de la population, en réponse à des prévisions du nombre de séniors en situation de dépendance en forte augmentation à l'horizon 2050. Par ailleurs, à plus court terme, l'INSEE a estimé que le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans, qui s'élève à environ 15 millions aujourd'hui, atteindra 20 millions en France à l'horizon 2030².

Nous présentons ci-après les prévisions démographiques de la DIRECTION DE LA RECHERCHE, DES ETUDES, DE L'EVALUATION ET DES STATISTIQUES (DREES) du nombre de séniors et de séniors dépendants à horizon 2050.

Prévisions du nombre de séniors en France entre 2015 et 2050 (en milliers)



Prévisions du nombre de séniors en situation de dépendance en France entre 2015 et 2050 (en milliers)



Sources : Modèle LIVIA (DREES) et modèle EP24 (INSEE-DREES)

Si ces prévisions démographiques impliquent d'importants enjeux sociétaux et interrogent les moyens à disposition pour accompagner les personnes séniors indépendantes ou en situation de dépendance, elles revêtent également des enjeux économiques importants, auxquels la filière de la *Silver Economie* devra répondre.

¹ Source : DIRECTION GENERALE DES ENTREPRISES

² Source : Ministère de la Santé et de la prévention, Ministère des solidarités, de l'autonomie et des personnes handicapées

5.1.2 Présentation du marché français de la téléassistance

Le marché de la téléassistance couvre l'ensemble des services d'assistance personnalisés permettant à une personne âgée de préserver son autonomie même si celle-ci est isolée. Le service d'assistance est une plateforme téléphonique disponible 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7 (24/7) reliée à un connecteur (médaillon, bracelet, lunettes, etc.) porté en permanence par la personne assistée. Le connecteur permet à la personne assistée de rentrer automatiquement en contact avec la plateforme en cas de besoin. Les services de téléassistance intègrent généralement des détecteurs de chute, également portés par les personnes assistées.

En France, les trois principales catégories de produits de téléassistance sont :

- La téléassistance fixe, comprenant un boîtier relié à une ligne téléphonique afin de contacter la plateforme, ainsi qu'un connecteur portable servant d'émetteur-récepteur ;
- La téléassistance mobile, comprenant un équipement miniaturisé et adapté pour être porté en permanence sur la personne assistée ;
- La téléassistance active, reposant sur un ensemble de capteurs déployé au domicile de la personne assistée permettant de détecter les anomalies et de contacter l'assistance.

En France, le marché de la téléassistance est soutenu par le vieillissement de la population qui lui permet d'enregistrer une croissance du nombre de personnes assistées de l'ordre de 5% par an depuis 2008. Ainsi, à fin 2021, le marché français représente environ 700.000 abonnés, pour un chiffre d'affaires estimé à près de 90 M€³.

La croissance du nombre de personnes bénéficiant des services de téléassistance est également soutenue par les mesures prises par le gouvernement pour accompagner financièrement les personnes en situation de dépendance pour que celles-ci puissent bénéficier de services de téléassistance et se maintenir à leur domicile. En effet, le développement de la téléassistance en France est permis notamment par le soutien financier apporté par l'Etat au travers de mécanismes de défiscalisation relatifs aux dépenses en matière d'aide à la personne et de l'Allocation Personnalisée d'Autonomie (APA) :

- La loi n°2005-841 du 26 juillet 2015⁴ relative au développement des services à la personne a institué des mesures de défiscalisation des services à domicile, notamment la possibilité pour une personne imposable ayant recours à la téléassistance de réduire son revenu fiscal d'un montant égal à la moitié des dépenses annuelles en téléassistance ;
- L'APA permet à une personne âgée et/ou en perte d'autonomie de couvrir en partie ou en totalité, soit (i) les dépenses engagées nécessaires pour rester à domicile (incluant les services de téléassistance), soit (ii) la pension de l'établissement médico-social (EHPAD et assimilés) le cas échéant⁵.

La population bénéficiaire de l'APA s'établit à plus de 1,3 million d'individus en 2022 et devrait croître dans les années à venir, ce qui aurait un impact favorable sur le pouvoir d'achat des personnes ayant recours aux services de téléassistance.

³ Source : Communiqué de presse de la Société du 25 novembre 2021

⁴ Source : Sénat

⁵ Source : Services Publics

Par ailleurs, le marché français de la téléassistance a été marqué par la crise sanitaire liée à la Covid-19 survenue en février 2020. En effet, la crise et les différentes mesures de limitation des déplacements mises en œuvre pour y faire face ont mis en avant l'isolement des personnes âgées ou en situation de dépendance. Dans une logique d'accompagnement, d'assistance et de mobilité, les acteurs du marché ont commencé à diversifier leurs offres, notamment en s'appuyant sur l'intégration de technologies et d'objets connectés à destination des personnes âgées aussi bien à domicile qu'en établissement médico-social.

Le marché de la téléassistance couvre également les personnes âgées résidant en EHPAD ou dans d'autres établissements médico-sociaux assimilés. Les offres proposées à ces établissements reposent principalement sur des objets connectés, permettant (i) un suivi plus précis des pensionnaires par les aides-soignants (traceurs de température et d'humidité, détecteurs de présence au lit, détecteurs de mouvements, etc.) et (ii) l'accompagnement des aides-soignants dans le cadre de manipulations quotidiennes ou d'intervention d'urgence avec la mise en relation automatique avec les professionnels adéquats.

La capacité d'accueil des EHPAD, s'élève à 770.000 places réparties entre 7.500 établissements en France en 2020. Malgré les axes de développement des gestionnaires d'EHPAD et des mesures mises en œuvre pour accroître leurs capacités d'accueil et densifier les réseaux d'établissements (création de nouveaux établissements et opérations de croissance externe), ces derniers sont confrontés à diverses problématiques dont :

- L'émergence de solutions alternatives permettant le maintien des personnes âgées en situation de dépendance à domicile comme notamment les solutions de téléassistance ;
- Les problématiques de gestion des ressources humaines et les difficultés de recrutement dans le secteur ;
- Les pressions sur les politiques tarifaires dont les tendances sont fixées par l'Assurance Maladie.

Les perspectives d'évolution de la capacité d'accueil en EHPAD devraient toutefois être amenées à évoluer en faveur des acteurs de la téléassistance, notamment en raison de l'affaire ORPEA et de la crise sanitaire. En effet, dans le cadre du Ségur de la Santé⁶ qui s'est tenu en 2021, porté par le ministre de la Santé, et du plan France Relance, une enveloppe de 1,5 Md€ a été accordée par le gouvernement afin de « *conduire une profonde modernisation des EHPAD* »⁷. La mise à disposition de ce financement sera réalisée au travers d'investissements pluriannuels entre 2022 et 2024, selon des stratégies établies à l'échelle régionale en fonction des besoins, et se traduira notamment par la construction de nouveaux établissements et la rénovation d'établissements existants.

Par ailleurs, en réponse à la méfiance vis-à-vis des EHPAD, accentuée par les problèmes de gestion survenu lors de la crise sanitaire, le gouvernement a annoncé en mars 2022 le lancement d'un « vaste plan de contrôle » de la totalité des 7.500 EHPAD du territoire au cours des deux prochaines années. Concomitamment au lancement de ce plan, le gouvernement imposera aux établissements la publication d'indicateurs afin de pouvoir les évaluer et les comparer entre eux. Parmi ces indicateurs figurent le taux d'encadrement, le taux d'absentéisme du personnel et la présence d'une infirmière de nuit et d'un médecin coordonnateur. Au regard de ces critères, le plan de contrôle devrait, de fait, favoriser le recours aux services de téléassistance en EHPAD.

⁶ Le Ségur de la Santé est une concertation des acteurs du système de soin français

⁷ Source : Communiqué de presse du 7 octobre 2021 publié par l'ancienne Secrétaire d'Etat aux personnes âgées et à l'autonomie

5.1.3 Présentation des acteurs de la téléassistance en France

La chaîne de valeur du marché de la téléassistance comprend principalement (i) la fabrication des produits et équipements mis à disposition des personnes assistées, (ii) la mise à disposition d'une plateforme d'assistance téléphonique et (iii) le service commercial en charge des ventes d'équipements et de prestations.

Le nombre de fabricants d'équipements de téléassistance est globalement restreint en raison des coûts de recherche et de développement limitant l'accès aux nouveaux entrants. Les systèmes et équipements commercialisés sur le marché européen et le marché français sont principalement fabriqués par INTERVOX (France), TUNSTALL VITARIS (Royaume-Uni), DORO CARE (Suède) et TRUE KARE (Portugal).

En ce qui concerne les services de téléassistance, différents modèles d'activité peuvent être identifiés, à savoir :

- Les fabricants d'équipements qui ont également développé leur plateforme de téléassistance et se présentant comme des acteurs intégrés sur l'ensemble de la chaîne de valeur, comme TUNSTALL VITARIS et ASSYSTEEL ;
- Les acteurs qui disposent de leur plateforme de téléassistance et qui se fournissent en équipements auprès des fabricants susmentionnés pour les mettre à disposition de leurs clients, comme BLUELINEA ou FILIEN dont la valeur ajoutée repose sur l'expérience client ;
- Les acteurs qui ne disposent pas d'équipement ou de plateforme téléphonique et qui propose (i) des services de fourniture d'équipement sur un modèle locatif et (ii) un accès aux plateformes d'autres acteurs des catégories susmentionnées.

Nous présentons ci-après une synthèse des principales forces en présence sur le marché français de la téléassistance.

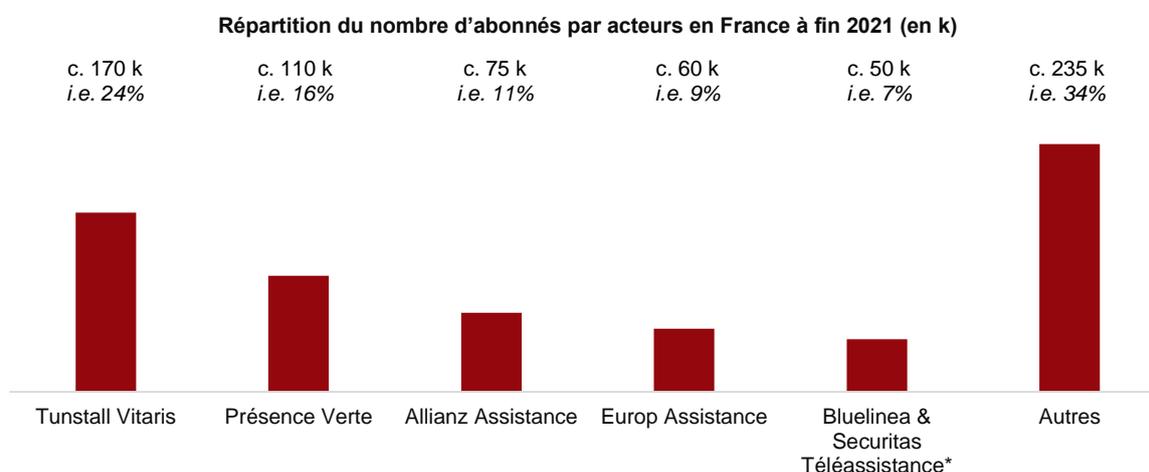


Sources : XERFI – « Les maisons de retraite médicalisées » (mai 2022), Société, site internet des sociétés

Le marché français de la téléassistance comprend différentes typologies d'acteurs, constitués notamment par :

- Les compagnies d'assurances assurant cette activité complémentaire à la gamme de services proposée au travers de filiales telles que ARKEA ASSISTANCE, NEXECUR, MONDIAL ASSISTANCE, HOMORIS, etc. ;
- Les groupes internationaux dont l'activité est généralement diversifiée, opérant sur le marché de la téléassistance au travers de filiales spécialisées dans la sécurité telles que TUNSTALL VITARIS, SECURITAS TELEASSISTANCE, etc. ;
- Les acteurs indépendants comme BLUELINEA, DOMALYS, ASSYSEL, CDT, etc. ;
- Les associations telles que FILIEN et PRESENCE VERTE.

Le marché français de la téléassistance présente une intensité concurrentielle importante avec une population d'abonnés concentrée sur un nombre restreint d'acteurs. En effet, les cinq principaux acteurs en termes de nombre d'abonnés représentent approximativement 65% des 700.000 abonnés du marché français de la téléassistance.



*BLUELINEA a acquis SECURITAS TELEASSISTANCE le 31 décembre 2021

Sources : Communiqué de presse de la Société du 25 novembre 2021, sites internet des sociétés concernées

Le marché est dominé par TUNSTALL VITARIS, acteur intégré sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la téléassistance et filiale d'un groupe international, qui détient près de 24% des parts de marché.

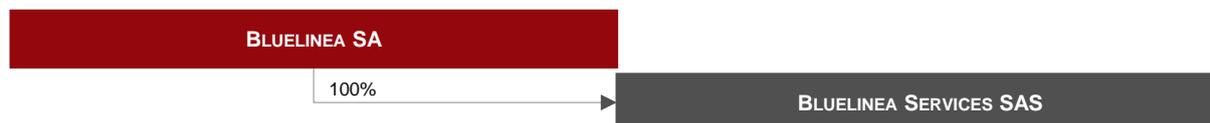
Les compagnies d'assurances sont également représentées parmi les acteurs importants du marché, les sociétés ALLIANZ ASSISTANCE et EUROP ASSISTANCE concentrant approximativement 20% des abonnés en France.

5.2 Présentation de BLUELINEA

5.2.1 Organigramme juridique

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique du groupe BLUELINEA au 30 juin 2022.

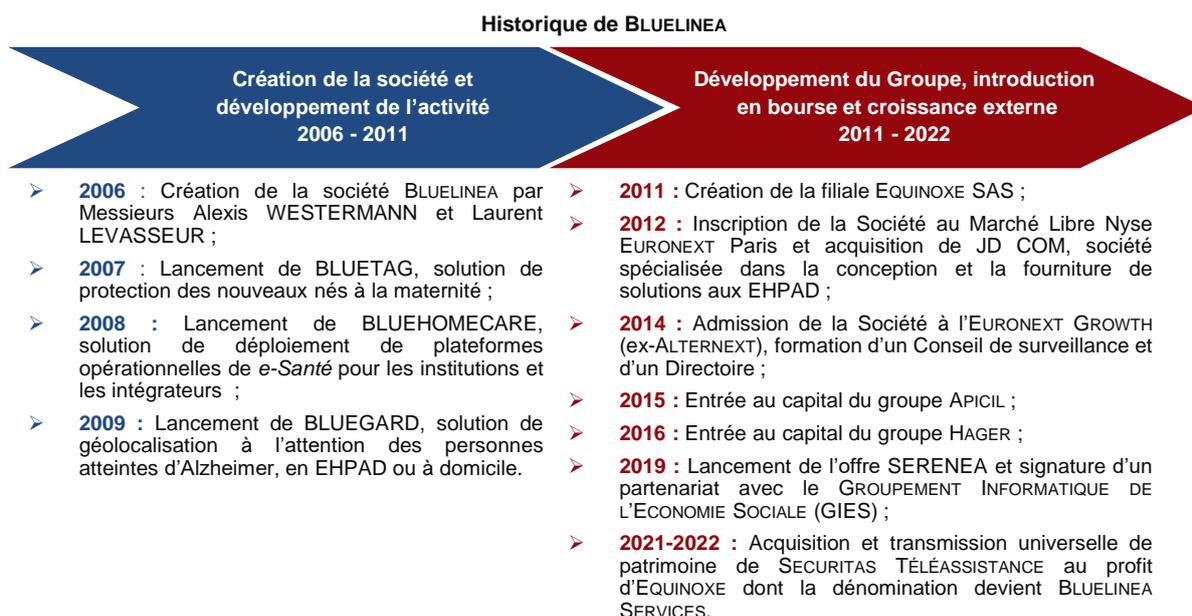
Organigramme juridique du groupe BLUELINEA au 30 juin 2022



Source : Société

BLUELINEA SA détient la totalité du capital de BLUELINEA SERVICES SAS – née de la fusion des sociétés EQUINOXE, filiale historique de la maison-mère du groupe, et de SECURITAS TELEASSISTANCE, acquise au second semestre 2021.

5.2.2 Rappel de l'historique



Source : Site internet de la Société

BLUELINEA SA a été fondée en 2006 par Messieurs Alexis WESTERMANN et Laurent LEVASSEUR et propose, dès sa création, des solutions de téléassistance et d'aide à la personne dans les établissements de santé dans le but de « *protéger les patients, assister les soignants et accompagner les aidants* ». Celle-ci a développé son activité dans les années qui ont suivi avec le lancement de solutions à destination des maternités et des institutions de santé (BLUETAG, BLUEHOMECARE et BLUEGARD).

En 2011, BLUELINEA a diversifié son activité avec la création de sa filiale EQUINOXE SAS. Au travers de sa filiale, BLUELINEA développe sa plateforme d'assistance téléphonique SARA, disponible 24/7, permettant le soutien et le maintien à domicile de personnes fragiles et dépendantes. La filiale est agréée « Service à la personne » depuis 2012.

Le groupe a poursuivi son développement avec le rachat en 2012 de JD COM, société spécialisée dans la conception et la fourniture de solutions à destination des EHPAD, ce qui lui permet d'atteindre les nouveaux marchés des EHPAD et des Résidences Senior & Handicap. Par ailleurs, cette même année est marquée par l'inscription de la Société au Marché Libre Nyse EURONEXT Paris.

En 2014, BLUELINEA a réalisé plusieurs opérations sur son capital visant à renforcer sa position de trésorerie et à accélérer le développement de son activité. Ainsi, le 1^{er} trimestre 2014 est marqué par l'arrivée au capital du fonds d'investissement NEXTSTAGE. Par ailleurs, le 14 juin 2014, BLUELINEA SA est introduite sur le marché de l'EURONEXT GROWTH (ex-ALTERNEXT). Ces opérations ont notamment permis au groupe de développer, la même année, son pôle « Domotique & Handicap » au travers duquel il assure des installations d'équipements dans des centres d'accompagnement et, ponctuellement, à domicile.

En 2015, la Société a lancé son offre HELP, regroupant un ensemble de produits et de services de téléassistance s'appuyant sur sa plateforme SARA, à destination des personnes dépendantes demeurant à domicile. La même année, APICIL rejoint le capital de la Société au travers d'une augmentation de capital souscrite par divers investisseurs pour un montant total de 5,4 M€. Cette souscription a notamment permis au groupe de poursuivre le développement de son activité sur le marché national et de structurer ses différentes offres B2B, B2B2C et B2C. Par ailleurs, en 2016, BLUELINEA a dépassé le seuil des 15.000 abonnés et a vu le groupe HAGER, acteur majeur des solutions et services d'installation électrique, entrer à son capital.

Entre 2018 et 2019, le groupe a mis en place un parcours de souscription digital pour les professionnels et les particuliers et a lancé officiellement son offre SERENEA à destination des établissements spécialisés dans l'accueil des personnes âgées et handicapées.

Début 2022, le groupe a finalisé l'intégration de SECURITAS TELEASSISTANCE (France) dont l'acquisition est intervenue à la fin du 2nd semestre 2021, acteur spécialisé dans la téléassistance pour les séniors. SECURITAS TELEASSISTANCE a fait l'objet d'une transmission universelle de patrimoine au profit d'EQUINOXE SAS qui est devenue BLUELINEA SERVICES SAS. En parallèle, l'offre SERENEA est devenue l'offre B2B la plus répandue en EHPAD avec plus de 300 établissements équipés.

Grâce au développement de ses offres HELP et SERENEA reposant sur sa plateforme SARA, ainsi qu'à l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE, le groupe se positionne comme le 5^{ème} acteur français le plus important sur le marché de la téléassistance pour les séniors en termes de parts de marché (7%)⁸.

⁸ Source : Communiqué de presse de la Société du 25 novembre 2021

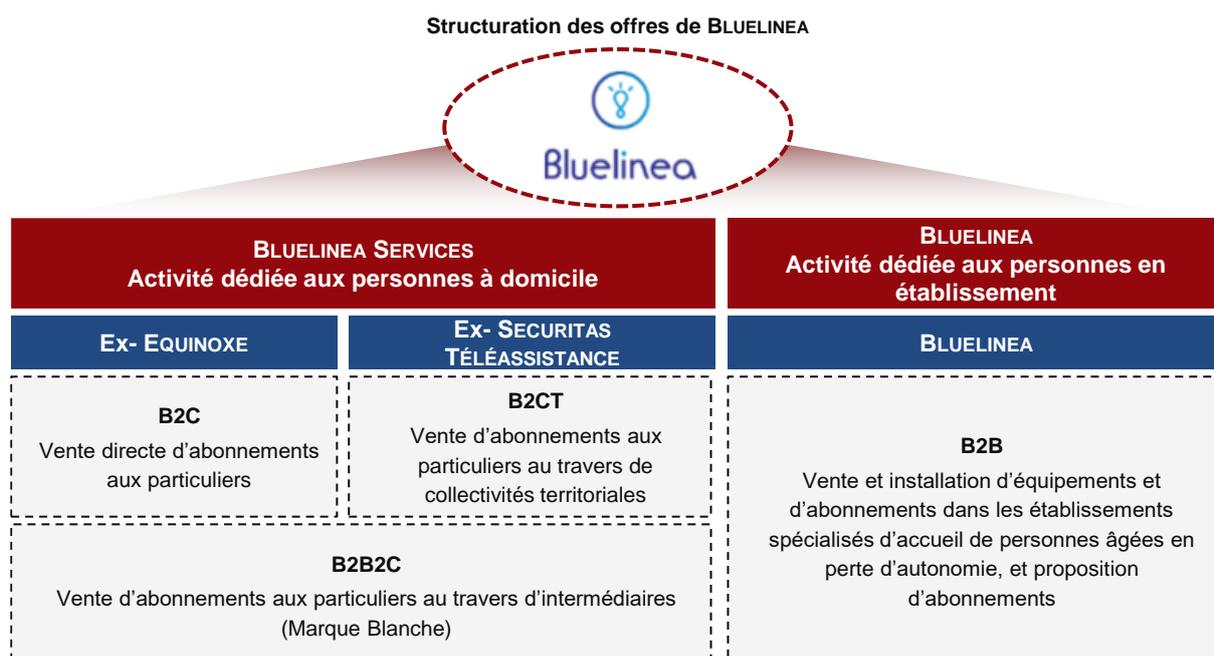
5.2.3 Présentation des activités du groupe BLUELINEA

Le groupe BLUELINEA est spécialisé dans le développement de solutions de surveillance et de téléassistance médicalisée bénéficiant aux personnes séniors et à leurs familles. Dans ce contexte, ses activités sont organisées autour des pôles suivants :

- Le pôle « à Domicile » regroupe les activités B2C à travers lesquelles le groupe accompagne à domicile les familles et leurs aînés en perte d'autonomie grâce à ses solutions et ses services de téléassistance HELP ;
- Le pôle « en Etablissements », qui regroupe les activités B2B, B2CT et B2B2C (cf. ci-dessous) et dans le cadre duquel le groupe accompagne les résidents d'institutions spécialisées et leurs aides-soignants, au travers notamment de sa solution modulaire SERENEA.

Au 31 décembre 2021, le nombre d'abonnés de BLUELINEA s'établit à plus de 52.000 personnes, dont plus de 42.000 (81%) résidant à leur domicile. L'ensemble des abonnés restant – près de 10.000, soit 19% du nombre d'abonnés total – réside dans les 300 établissements spécialisés (EHPAD et Résidences Services & Autonomie) équipés de la solution SERENEA de BLUELINEA.

Nous présentons ci-après une synthèse des activités du groupe et de la structuration de ses offres selon les différents segments de marchés sur lesquels il opère.



Sources : Société, analyses FINEXSI

5.2.3.1 Présentation du pôle « à Domicile »

Le pôle « à Domicile » regroupe les activités dédiées aux personnes à domicile au travers de l'offre HELP. Ces activités sont portées par la filiale BLUELINEA SERVICES – ex-EQUINOXE et ex-SECURITAS TELEASSISTANCE.

La gamme de services proposée dans l'offre HELP repose principalement sur la plateforme d'assistance téléphonique SARA disponible 24/7 et sur la mise à disposition de produits connectés permettant d'assister et de réconforter les personnes âgées isolées désirant continuer à vivre à leur domicile.

Nous présentons ci-après les principales solutions mises à disposition des séniors à domicile dans le cadre de l'offre HELP :

- La solution HELP permet la mise en relation avec la plateforme SARA grâce à un boîtier connecté et un bouton d'appel ;
- La solution HELP + permet de détecter tous types de chutes grâce à un bracelet connecté ;
- La solution HELP VISIO permet la mise en relation avec la plateforme SARA grâce à un boîtier connecté et une caméra Wi-Fi pour les personnes ayant du mal à s'exprimer ;
- La solution HELP GPS permet la localisation des personnes désorientées et repose sur une montre connectée et une balise de géolocalisation ;
- La solution HELP ZEN permet la détection de tous types de chutes grâce à des lunettes connectées ;
- La solution HELP MOBILE permet la mise en relation avec la plateforme SARA et la détection de chute en extérieur pour les personnes âgées autonomes et repose sur un détecteur de chute portable et une montre connectée.

Les solutions proposées dans l'offre HELP sont souscrites par les clients sous forme d'abonnements mensuels, comprenant la location du matériel et de l'équipement mis à disposition. Ces abonnements peuvent être vendus en direct aux particuliers, ou au travers d'intermédiaires en marque blanche – telles que des associations (MBA, APICIL, LES GUEULES CASSEES, etc.) ou des structures privées (FILEO, IRIS ASSISTANCE, ALYS, etc.) – ou au travers de collectivités territoriales (communes, mairies, communautés d'agglomération, etc.).

Le pôle « à Domicile » intègre également les solutions historiquement proposées par SECURITAS TELEASSISTANCE à destination des particuliers. L'offre de services proposés regroupe l'assistance humaine à distance, la vérification et la maintenance des produits mis à disposition des clients ainsi que le contact préventif avec les personnes télé-assistées. A l'instar de l'offre HELP, les solutions historiques de SECURITAS TELEASSISTANCE sont également commercialisées en direct, en marque blanche ou au travers des collectivités territoriales sous forme d'abonnements mensuels.

Au 31 décembre 2021, le pôle « à Domicile » concentrait plus de 42.000 abonnés (81% du nombre total d'abonnés du groupe), contre approximativement 29.000 sur l'exercice précédent, soit environ 13.000 de plus en raison notamment de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE.

5.2.3.2 Présentation du pôle « en Etablissement »

Le pôle « en Etablissement » regroupe les activités dédiées aux personnes en établissements spécialisés (EHPAD, Résidences Services & Autonomie) et médico-sociaux. Ce segment d'activité s'est développé autour des services de domotique historiquement proposés par le groupe, intégrant la prise en charge de personnes en situation de handicap, l'installation d'équipements dans des centres d'accompagnement visant à les rendre accessibles aux personnes en situation de handicap et, ponctuellement, l'installation d'équipement au domicile de personnes âgées en situation de handicap.

Depuis 2019, cette activité correspond principalement aux solutions proposées dans l'offre SERENEA, lancée en 2019 (cf. §5.2.2). Au travers de cette offre, BLUELINEA propose aux établissements d'accueil de personnes séniors de les équiper en systèmes d'appel infirmier innovants, permettant aux pensionnaires d'être en contact permanent avec les infirmiers ou avec la plateforme de téléassistance SARA. L'offre SERENEA propose également une large gamme de produits adaptés aux spécificités des établissements susnommés (détecteurs de fugue, capteurs de température, capteurs de CO₂, détecteurs de présence au lit, etc.).

Les matériels et les équipements installés dans le cadre de l'offre SERENEA sont vendus aux établissements souscrivant à l'offre. Ces ventes sont couplées à un abonnement annuel comprenant le dispositif d'appel infirmier ainsi que les autres produits proposés pouvant être inclus en option. La durée moyenne d'un abonnement SERENEA est de l'ordre de 10 à 15 ans. En complément de son offre SERENEA, BLUELINEA propose son système de supervision et de maintenance EVERBLUE qui permet aux utilisateurs d'accéder à un tableau de bord SERENEA. Cette solution complémentaire est souscrite par les utilisateurs sous forme d'un abonnement annuel.

Au 31 décembre 2021, plus de 300 établissements spécialisés étaient équipés de l'offre SERENEA ce qui représente près de 10.000 abonnés.

5.3 Analyse financière de BLUELINEA

Nous présentons ci-après le compte de résultat et la structure bilancielle consolidés de BLUELINEA sur les exercices 2019 à 2021, ainsi qu'au 30 juin 2022.

Les comptes consolidés 2019 et 2020 résumés ci-après ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part du commissaire aux comptes de BLUELINEA, le cabinet S&W ASSOCIES.

En revanche, nous précisons que les comptes consolidés de BLUELINEA de l'exercice 2021 et la situation du 1^{er} semestre de l'exercice 2022 n'ont pas fait l'objet d'une certification ou d'une attestation par le commissaire aux comptes à la date d'émission de notre rapport⁹. Les données reprises ci-dessous nous ont été communiquées par la Société.

Les comptes consolidés au 31 décembre 2021 et semestriels du groupe au 30 juin 2022 sont en cours de revue par les commissaires aux comptes à la date d'émission de notre rapport. Ils ont été établis sous la responsabilité de la direction qui nous a précisé ne pas avoir connaissance, à date, d'ajustements ou de reclassements significatifs relevés par les commissaires aux comptes.

⁹ La Société ne remplissant pas les critères rendant obligatoire la publication de ses comptes consolidés, ceux-ci ne l'ont pas été pour l'exercice clos au 31 décembre 2021.

5.3.1 Compte de résultat consolidé

L'évolution du compte de résultat consolidé de BLUELINEA de 2019 au 30 juin 2022 est résumée ci-après.

Compte de résultat consolidé de la Société entre 2019 et 2021 et résultats semestriels au 30 juin 2022

En K€	2019	2020	2021*	S1 2022*
Ventes de marchandises	2 264	2 646	2 905	1 767
Production vendue	4 041	4 179	4 619	3 444
Chiffre d'affaires	6 306	6 825	7 524	5 211
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n.a.</i>	<i>8 %</i>	<i>10 %</i>	<i>n.a.</i>
Autres produits d'exploitations	703	528	594	236
Total Produits d'exploitation	7 008	7 354	8 118	5 447
Achats et variations de stocks	(4 135)	(4 168)	(4 917)	(2 145)
Autres charges d'exploitation	(4 658)	(4 913)	(5 790)	(3 069)
EBITDA	(1 784)	(1 727)	(2 589)	234
<i>Marge d'EBITDA (en % du CA)</i>	<i>(28)%</i>	<i>(25)%</i>	<i>(34)%</i>	<i>4 %</i>
Dotations aux amortissements (nettes de reprises)	(1 394)	(1 306)	(635)	(632)
Résultat d'exploitation	(3 178)	(3 033)	(3 224)	(398)
Résultat financier	0	(102)	(306)	(138)
Résultat exceptionnel	4	109	(133)	2 216
Impôts sur les bénéfices	385	326	360	97
Résultat net	(2 789)	(2 701)	(3 303)	1 777
<i>Marge nette (en % du CA)</i>	<i>(44)%</i>	<i>(40)%</i>	<i>(44)%</i>	<i>34 %</i>

*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, rapport financier semestriel 2022, Société, analyses FINEXSI

5.3.1.1 Chiffre d'affaires

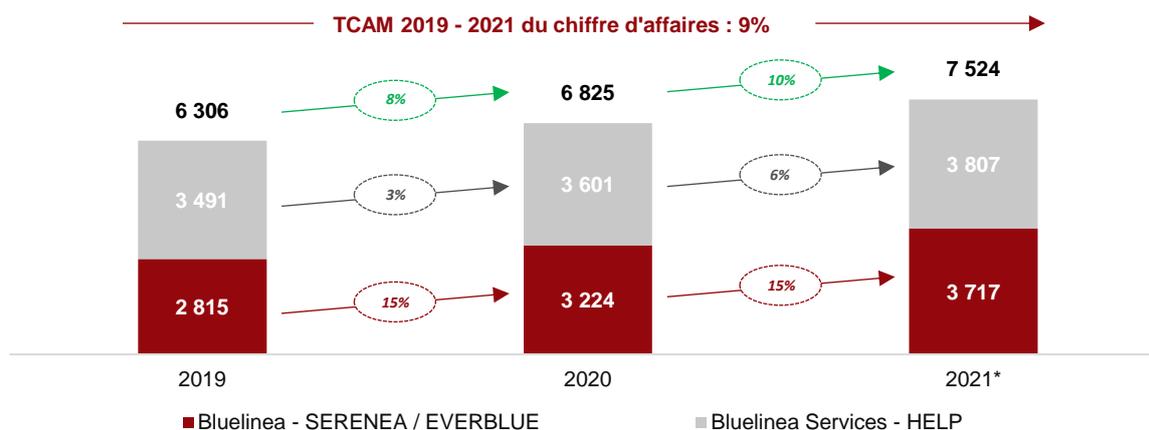
Pour rappel, les revenus opérationnels de BLUELINEA sont principalement composés :

- Des revenus de son activité B2B (offre SERENEA / EVERBLUE) comprenant la vente et l'installation d'équipements SERENEA dans les établissements médico-sociaux et la vente d'abonnements à l'interface EVERBLUE ;
- Des revenus de son activité B2B2C et B2C comprenant la vente d'abonnements des solutions HELP à destination des personnes âgées résidant à leur domicile.

Le chiffre d'affaires de BLUELINEA est en hausse entre 2019 et 2021, et progresse à un rythme annuel moyen de 9%.

Nous présentons ci-après son évolution par segment sur cette même période.

Evolution du chiffre d'affaires de BLUELINEA entre 2019 et 2021 (en K€)



*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, Société, analyses FINEXSI

La croissance du chiffre d'affaires du groupe est principalement soutenue par l'activité « en établissement », dont le chiffre d'affaires passe de 2 815 K€ en 2019 à 3 717 K€ en 2021. Sur cette même période, bien que la majorité des clients de BLUELINEA soit comprise dans son activité « à Domicile », la contribution de l'activité dans le chiffre d'affaires du groupe passe de 45% en 2019 à 49% en 2021, en lien notamment avec les équipements vendus lors des installations en établissements, en addition des revenus générés par les abonnements afférents.

Au cours de l'exercice 2020, le groupe a rencontré diverses difficultés opérationnelles, en raison notamment des mesures mises en œuvre par le gouvernement. En effet, les mesures de restriction de l'accès aux établissements médico-sociaux pour le personnel de BLUELINEA ont fortement perturbé les installations d'équipements SERENEA. Dans ce contexte, la Société a toutefois équipé plus de 100 établissements avec sa solution SERENEA.

Par ailleurs, grâce (i) au maintien de sa plateforme SARA dont l'accès était assuré aussi bien pour les clients à domicile que pour les clients en établissements et (ii) à son parcours d'inscription digitale, la Société est parvenue à développer son portefeuille clients malgré les restrictions sanitaires mises en place. L'activité « à domicile », reposant sur la solution HELP, a également bénéficié de la reprise de 10.000 abonnés issus du Groupement Informatique de l'Economie Sociale (GIES)¹⁰ sur le 2nd semestre 2020.

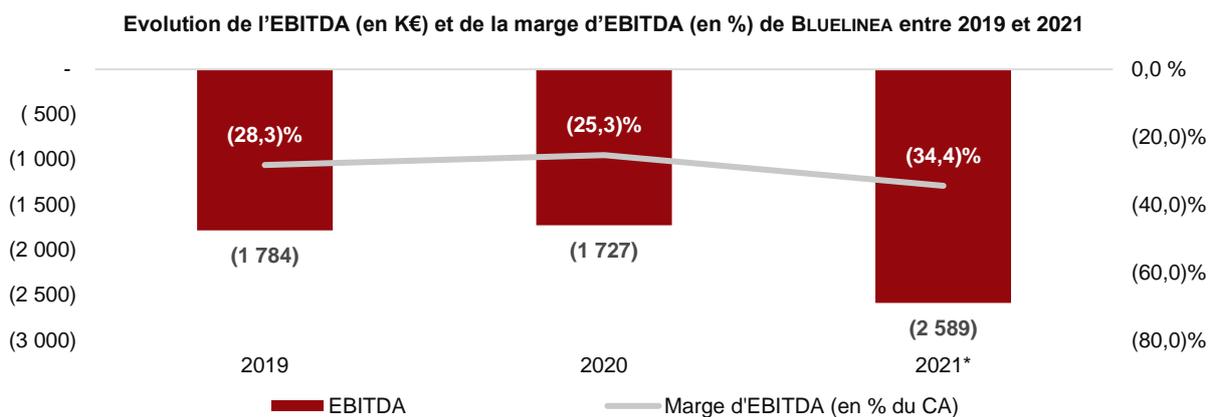
La progression du chiffre d'affaires se poursuit en 2021 (+10% par rapport à 2020) avec le déploiement de l'offre SERENEA, dont les revenus générés sont en croissance de 15% par rapport à l'exercice précédent. En effet, malgré la nécessité de disposer d'attestation de vaccination pour accéder à certains EHPAD, la Société a équipé près de 170 établissements sur l'exercice. À fin 2021, l'activité B2B regroupe approximativement 10.000 abonnés résidant en établissement spécialisé.

¹⁰ Le GIES est une structure nationale regroupant 12 associations d'aide à la personne.

La croissance du chiffre d'affaires en 2021 est également soutenue par le déploiement des offres B2B2C (solutions HELP) qui permet à la Société de toucher plus de 2.500 abonnés supplémentaires sur l'exercice. Ainsi, bien que BLUELINEA ait également rencontré des difficultés à intervenir au domicile des personnes âgées des régions Nord, Grand-Est et PACA du fait de nouvelles mesures restrictives relatives à la crise sanitaire, le chiffre d'affaires de BLUELINEA SERVICES progresse de 6% pour atteindre 3 807 K€ en 2021.

5.3.1.2 EBITDA

Nous présentons ci-après l'évolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA (en pourcentage du chiffre d'affaires) de BLUELINEA entre 2019 et 2021.



*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, Société, analyses FINEXSI

Sur la période observée, l'EBITDA de la Société est négatif et oscille entre -2 589 K€ et -1 727 K€, pour des marges associées comprises entre -34,4% et -25,3% du chiffre d'affaires.

L'EBITDA de la Société intègre un niveau important de charges opérationnelles, à savoir :

- Les frais de personnel qui comprennent notamment les écoutants de la plateforme SARA, les fonctions support, les postes de Direction et qui représentent en moyenne 69% du chiffre d'affaires du groupe sur la période ;
- Les achats d'équipements vendus, supportés par BLUELINEA dans le cadre de son activité B2B, qui représentent en moyenne 20% du chiffre d'affaires du groupe sur la période ;
- Les coûts de location de l'équipement mis à disposition par BLUELINEA SERVICES à ses abonnés sur l'activité B2B2C et B2C, les frais de sous-traitance relatifs aux installateurs de solutions SERENEA dans les établissements médico-sociaux et d'autres frais de prestations de services courantes (conseils financiers et juridiques, commissaires aux comptes) qui représentent en moyenne 44% du chiffre d'affaires du groupe sur la période.

Les performances opérationnelles négatives sont à mettre en regard d'une structure de coûts fixes importants liée aux charges de personnels qui représentent entre 68% et 71% du chiffre d'affaires sur la période et d'un manque d'optimisation des achats d'équipements dans le cadre du déploiement de la nouvelle solution SERENEA du groupe, dans un contexte de crise sanitaire.

L'exercice 2021 est marqué par une forte dégradation de l'EBITDA de la Société qui s'établit à -2 589 K€ (soit -862 K€ par rapport à l'exercice précédent) pour une marge associée de -34,4% (soit -9,1 points par rapport à l'exercice précédent). Cette dégradation des performances opérationnelles est en lien avec le plan de restructuration mis en place par la Société sur l'exercice, dans le but d'optimiser ses coûts opérationnels. Ce plan s'est traduit par une réduction massive des effectifs de la Société au moyen notamment de ruptures conventionnelles et de licenciements ayant induit une augmentation des frais de personnel qui s'établissent à 5 192 K€ sur l'exercice, soit une augmentation de 529 K€ par rapport à l'exercice précédent.

5.3.1.3 Résultat d'exploitation et résultat net

Le résultat d'exploitation de la Société est négatif sur l'ensemble de la période observée et oscille entre -3 033 K€ et -3 224 K€. Celui-ci reflète les performances opérationnelles du groupe et intègre les dotations aux amortissements des actifs incorporels et corporels.

A l'instar de ses résultats opérationnels, le résultat net de la Société est négatif sur l'ensemble de la période et oscille entre -3 303 K€ et -2 701 K€, pour des marges associées comprises entre -44% et -40% du chiffre d'affaires. BLUELINEA bénéficie toutefois de crédits d'impôt recherche (CIR), au titre des dépenses en recherche et développement qu'elle supporte, qui s'établissent en moyenne à 357 K€ sur la période.

5.3.1.4 Acquisition de Securitas Téléassistance

L'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE au 31 décembre 2021 renforce les performances opérationnelles de BLUELINEA. Nous présentons ci-après une synthèse des performances financières de la Société intégrant les résultats de SECURITAS TELEASSISTANCE depuis le 1^{er} janvier 2021.

Présentation des résultats financiers de BLUELINEA incluant SECURITAS TELEASSISTANCE en 2021

En k€	2020	2021 ⁽¹⁾	2021 ⁽¹⁾ Proforma ⁽²⁾
Chiffre d'affaires	6 825	7 524	9 538
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n.a.</i>	<i>10 %</i>	<i>40 %</i>
EBITDA	(1 727)	(2 589)	(2 174)
<i>Marge d'EBITDA (en % du CA)</i>	<i>(25)%</i>	<i>(34)%</i>	<i>(23)%</i>
Résultat d'exploitation	(3 033)	(3 224)	(3 569)
<i>Marge d'exploitation (en % du CA)</i>	<i>(44)%</i>	<i>(43)%</i>	<i>(37)%</i>
Résultat net consolidé	(2 701)	(3 303)	(3 655)
<i>Marge nette (en % du CA)</i>	<i>(40)%</i>	<i>(44)%</i>	<i>(38)%</i>

⁽¹⁾ Données non auditées

⁽²⁾ Données proforma intégrant les performances de SECURITAS TELEASSISTANCE depuis le 1^{er} janvier 2021

Sources : Communiqué de presse de la Société du 28 avril 2022, Société, analyses FINEXSI

L'acquisition de la société SECURITAS TELEASSISTANCE permet au Groupe d'enregistrer un chiffre d'affaires qui s'établit à 9.538 K€, en progression de 40% par rapport à 2020, celui-ci bénéficiant d'un chiffre d'affaires additionnel de 2 014 K€ réalisé par la nouvelle filiale sur l'exercice.

L'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE a également un impact positif sur la marge d'EBITDA de la Société qui, bien qu'elle soit négative, s'établit à -23% du chiffre d'affaires (contre -34% hors SECURITAS TELEASSISTANCE), soit à un niveau similaire à celui de 2020.

Au travers de cette acquisition, la Société bénéficie également d'un portefeuille d'environ 12.000 abonnés supplémentaires, intégré à l'activité « à domicile » (B2C, B2B2C et B2CT).

5.3.1.5 Evolution récente des performances financières

Sur le 1^{er} semestre 2022, le groupe BLUELINEA réalise un chiffre d'affaires qui s'établit à 5 211 K€, en progression de 42% par rapport au 1^{er} semestre 2021¹¹, dont 19% de croissance organique. Cette croissance est notamment réalisée dans un contexte de méfiance de l'opinion publique dont souffre le secteur des EHPAD, favorable au développement de l'ensemble des activités du Groupe :

- Le pôle « à domicile » bénéficie (i) de l'intégration progressive de SECURITAS TELEASSISTANCE et (ii) d'une augmentation du nombre d'abonnés qui s'établit à 55.095 à fin juin 2022, contre 52.273 à fin décembre 2021 ce qui lui permet de réaliser un chiffre d'affaires en progression de 48% par rapport au 1^{er} semestre 2021¹¹, dont 7% de croissance organique ;
- Le chiffre d'affaires du pôle « en établissements » enregistre une progression de 34% par rapport au 1^{er} semestre 2021 en lien avec le déploiement de la solution SERENEA qui équipe désormais 389 établissements (contre 303 à fin 2021). L'activité a cependant été ralentie sur le 2nd trimestre 2022 en raison de difficultés d'approvisionnement en composants électroniques liées au contexte économique et géopolitique international, notamment en Asie.

Par ailleurs, le groupe réalise pour la première fois un EBITDA positif sur le 1^{er} semestre 2022 à hauteur de 234 K€, soit 4% du chiffre d'affaires. Cette progression de l'EBITDA est à mettre en regard avec le plan de restructuration des coûts réalisé par la Société en 2021 qui lui a permis de réduire ses frais généraux de 28% et de limiter l'augmentation de ses charges de personnel à 15% dans un contexte de forte croissance de l'activité. Le résultat d'exploitation reste, quant à lui, négatif au 30 juin 2022.

L'amélioration du résultat net de la Société au 30 juin 2022 à 1 777 K€ s'explique par l'amélioration de la marge opérationnelle et la comptabilisation d'un produit exceptionnel de 2 358 K€ lié à un abandon de créance relatif à l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE.

Cette progression de l'activité se poursuit sur le 3^{ème} trimestre 2022, notamment soutenue par le déploiement de l'offre SERENEA qui équipe désormais 428 établissements au 30 septembre 2022. Ainsi, sur les trois premiers trimestres de l'exercice 2022, le groupe réalise un chiffre d'affaires de 7 731 K€, en progression de 44% par rapport à l'exercice précédent, sur la même période^{11,12}.

¹¹ Les données 2021 n'intègrent pas les résultats de SECURITAS TELEASSISTANCE

¹² Source : Communiqué de presse de la Société du 6 octobre 2022

5.3.2 Bilan consolidé

L'évolution du bilan consolidé de BLUELINEA entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022 est résumée ci-après.

Bilan consolidé de BLUELINEA entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022

En k€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021*	30/06/2022*
Immobilisations incorporelles	4 030	3 598	4 225	4 134
Immobilisations corporelles	576	265	1 104	903
Immobilisations financières	122	116	60	57
Actifs immobilisés	4 728	3 979	5 388	5 094
Stocks de marchandises	343	800	441	454
Clients et comptes rattachés	417	576	479	1 068
Autres actifs circulants	1 046	1 261	994	1 527
Trésorerie et équivalents de trésorerie	406	829	771	492
Actifs circulants	2 212	3 465	2 686	3 541
Total Actif	6 940	7 444	8 074	8 635
Capitaux propres	2 266	886	(1 854)	(2 461)
Provisions pour risques et charges	306	397	409	397
Dettes financières	1 024	3 019	3 992	3 996
Dettes d'exploitation	3 344	3 142	5 527	6 702
Dettes	4 369	6 161	9 518	10 698
Total Passif	6 940	7 444	8 074	8 635

*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, rapport financier semestriel 2022, Société, analyses FINEXSI

5.3.2.1 Actifs immobilisés

Sur la période observée, les actifs immobilisés correspondent principalement à des immobilisations incorporelles qui intègrent notamment les frais de développement capitalisés de la Société et son fonds commercial.

Par ailleurs, l'augmentation de la valeur nette comptable (VNC) des actifs incorporels de BLUELINEA entre le 31 décembre 2020 (3 598 K€) et le 31 décembre 2021 (4 225 K€) est principalement liée à la survaleur de 704 K€ comptabilisée à la suite de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE.

Au 31 décembre 2021, les immobilisations corporelles s'élèvent quant à elle à 1 104 K€, et correspondent principalement à du matériel installé chez les abonnés et à du matériel support. Cette forte augmentation de la VNC des immobilisations corporelles en 2021 est à mettre en regard de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE, dont le modèle repose sur l'acquisition du matériel mis à disposition de ses abonnés, alors BLUELINEA SERVICES sous-loue son équipement dans le cadre de son offre HELP.

5.3.2.2 Besoin en fonds de roulement

Nous présentons ci-après l'évolution entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022 du besoin en fonds de roulement (ci-après le « BFR ») de BLUELINEA.

Variations de BFR de BLUELINEA entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022

En K€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021*	30/06/2022*
Stocks de marchandises	343	800	441	454
Clients et comptes rattachés	417	576	479	1 068
Créances diverses	995	1 205	925	1 365
Charges constatées d'avance	51	56	69	162
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	(1 990)	(1 293)	(1 622)	(2 383)
Dettes fiscales et sociales	(1 323)	(1 824)	(2 692)	(3 298)
Autres dettes	(31)	(5)	(40)	(32)
Produits constatés d'avance	-	(21)	(273)	(239)
Besoin en fonds de roulement	(1 539)	(506)	(2 712)	(2 904)
<i>Variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>1 033</i>	<i>(2 206)</i>	<i>(192)</i>

*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, rapport financier semestriel 2022, analyses FINEXSI

Sur l'ensemble de la période observée, le BFR de BLUELINEA est négatif et oscille entre -506 K€ et -2 904 K€. Celui est principalement composé :

- De stocks de marchandises liés aux équipements achetés et destinés à être vendus et installés dans les établissements médico-sociaux dans le cadre de l'offre SERENEA ;
- De créances diverses notamment constituées des créances d'impôts au regard des résultats déficitaires historiques de la Société ainsi que de créances de TVA ;
- De dettes fournisseurs et comptes rattachés ; et
- De dettes envers le personnel et les organismes sociaux.

Le BFR de la Société enregistre une variation positive de 1 033 K€ entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020. Celle-ci est principalement liée aux difficultés opérationnelles rencontrées par la Société dans le contexte de crise sanitaire qui ont perturbé son activité. Ce ralentissement à mécaniquement entraîné une hausse des stocks de marchandises (+457 K€) et une baisse des dettes fournisseurs (-696 K€). Cette augmentation est cependant compensée en partie par la hausse des dettes envers les organismes sociaux (+599 K€), la Société ayant eu recours aux dispositifs d'aide au paiement URSSAF mis en place par le gouvernement pendant la crise.

La reprise économique et l'allègement des mesures restreignant l'accès aux établissements médico-sociaux intervenus sur l'exercice 2021 ont permis à la Société de poursuivre le déploiement de l'offre SERENEA. Cette reprise a dès lors entraîné un écoulement des stocks de marchandises dont le solde diminue de 358 K€, ainsi qu'une augmentation des dettes fournisseurs (+328 K€). Par ailleurs, la Société a continué d'avoir recours aux dispositifs d'aide au paiement URSSAF, induisant une augmentation des dettes envers les organismes sociaux (+738 K€). Le BFR enregistre ainsi une variation de -2 206 K€ sur l'exercice 2021 et s'établit à -2 712 K€ à la clôture.

Le BFR s'établit à -2 904 K€ au 30 juin 2022, soit un niveau stable par rapport au 31 décembre 2021 (-192 K€). Il est à noter que celui-ci intègre des dettes échues envers les organismes sociaux liés au dispositif d'aide au paiement URSSAF à hauteur de 1 219 K€¹³. Nous précisons que, dans le cadre de travaux, ce montant est pris en compte dans le montant des dettes financières ajustées (cf. §6.3.2).

Nous précisons que l'absence d'apurement des dettes URSSAF générées par les dispositifs d'aide au paiement mis en place par le gouvernement dans le contexte de crise sanitaire s'explique notamment par les difficultés financières auxquelles BLUELINEA fait face. L'apurement de ces dettes sera réalisé sur le 2nd semestre 2022 grâce à l'Augmentation de Capital intervenue le 22 juillet 2022.

L'Augmentation de Capital va permettre à la Société d'apurer les retards de règlement des dettes fournisseurs, fiscales et sociales résultant des difficultés de trésorerie du Groupe, ce qui aura pour conséquence d'augmenter le BFR. Par ailleurs, la montée en puissance de l'activité SERENEA à fin 2022 dont une partie importante relève de la vente d'équipement qui présente des délais de règlement plus long que les ventes d'abonnement, entrainera également une augmentation du BFR. Les effets cumulés de ces deux éléments entraineront un retournement du BFR qui deviendra positif à fin 2022 à hauteur d'un montant estimé par le management à 9% du chiffre d'affaires.

Par conséquent, la situation historique de BFR négatif présentée ci-avant n'est pas normative.

5.3.2.3 Structure financière

Capitaux propres

Les capitaux propres diminuent sur la période observée, passant de 2 266 K€ à -1 854 K€ entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2021, en raison des résultats nets déficitaires réalisés par la Société, et à -2 461 K€ au 30 juin 2022, en lien notamment avec le mali de fusion relatif à la transmission universelle de patrimoine de SECURITAS TELEASSISTANCE en mars 2022.

Nous précisons qu'en date du 20 juillet 2022, la Société a réalisé une augmentation de capital au cours de laquelle 7.999.999 actions nouvelles, d'une valeur nominale de 0,20 € chacune, ont été émises au prix de 1,00 € par action. Les commissions liées à cette opération s'établissent à 150 K€. Par conséquent, cette opération a entraîné une augmentation du capital social de la Société à hauteur de 1 600 K€ ainsi que la comptabilisation d'une prime d'émission (nette de commissions) de 6 249 K€, soit une prime d'émission de 0,80 € par action émise.

¹³ Répartis entre BLUELINEA et BLUELINEA SERVICES à hauteur de 801 k€ et 418 k€, respectivement.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de BLUELINEA entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022 est présentée ci-après.

Evolution de l'endettement financier net de BLUELINEA entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2022

En k€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021*	30/06/2022*
Emprunts bancaires	(300)	(2 535)	(3 589)	(3 464)
Intérêts courus sur emprunts bancaires	(3)	(11)	(3)	
Découverts et concours bancaires	(211)	-	-	(104)
Emprunts et dettes financières divers	(511)	(473)	(400)	(427)
Dettes financières brutes	(1 024)	(3 019)	(3 992)	(3 996)
Crédit-Vendeur (acquisition Securitas Téléassistance)	-	-	(900)	(750)
Valeurs mobilières de placement	248	298	204	113
Disponibilités	158	530	567	379
Trésorerie et équivalents de trésorerie	406	829	771	492
Endettement financier net	(618)	(2 190)	(4 120)	(4 254)

*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, rapport financier semestriel 2022, Société, analyses FINEXSI

L'endettement financier de la Société augmente progressivement sur l'ensemble de la période observée, passant de 618 K€ au 31 décembre 2019 à 4 254 K€ au 30 juin 2022.

Entre 2020 et 2021, dans un contexte de crise sanitaire ayant entraîné des difficultés opérationnelles pour la Société, et afin que celle-ci puisse financer son activité, BLUELINEA a eu recours à plusieurs reprises à des emprunts :

- Le recours à des Prêts Garantis par l'Etat (PGE) entre 2020 et en 2021 à hauteur de 1 750 K€ et 800 K€, respectivement ;
- Le recours à des prêts BPI en 2020 et en 2021 à hauteur de 500 K€ et 400 K€, respectivement.

Ces emprunts ont permis à la Société de financer son activité sur la période et de maintenir un niveau de trésorerie globalement stable.

L'endettement financier net de la Société au 31 décembre 2021 intègre également 900 K€ de crédit-vendeur lié au financement de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE. Le solde de ce crédit-vendeur s'élève à 750 K€ au 30 juin 2022 et devrait être apuré d'ici la fin de l'exercice.

Par ailleurs, la Société a eu recours massivement à l'affacturage, les créances cédées à la clôture des exercices 2019, 2020 et 2021 s'élevant respectivement à 458 K€, 418 K€ et 499 K€. Le montant des créances cédées au 30 juin 2022, soit 313 K€, sera retraité dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de BLUELINEA (cf. §6.3.2).

Enfin, comme évoqué ci-avant, les dettes sociales échues liées au dispositif d'aide au paiement URSSAF à hauteur de 1 129 K€ (cf. §5.3.2.2) seront également retraitées dans la dette financière ajustée (cf. §6.3.2).

5.3.3 Flux de trésorerie

En l'absence de tableau de flux de trésorerie au 30 juin 2022 à la date d'émission de notre rapport, nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie de BLUELINEA entre 2019 et 2021.

Evolution des flux de trésorerie de BLUELINEA entre 2019 et 2021

En K€	2019	2020	2021*
Résultat net des sociétés intégrées	(2 789)	(2 701)	(3 303)
Eléments sans incidence sur la trésorerie	706	1 318	987
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	1 886	(1 003)	1 750
Flux net de trésorerie généré par l'activité [A]	(197)	(2 386)	(566)
Acquisition d'immobilisations	(747)	(508)	(845)
Autres flux liés aux opérations d'investissement	35	8	(191)
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement [B]	(712)	(500)	(1 036)
Augmentation de capital / primes de la société-mère	-	1 322	563
Emissions d'emprunts (nettes des remboursements)	300	2 235	1 054
Dettes financières diverses	95	(38)	(73)
Flux net de trésorerie lié aux opérations financement [C]	395	3 518	1 544
Variation de trésorerie [A]+[B]+[C]	(514)	633	(57)
Trésorerie d'ouverture	710	196	829
Trésorerie de clôture	196	829	771

*Données non auditées

Sources : Rapports financiers annuels 2019 à 2021, analyses FINEXSI

Les flux de trésorerie liés à l'activité sont négatifs sur la période observée, reflétant l'importance des coûts fixes liés à l'activité et la gestion non optimale des achats de marchandises dans un contexte de crise sanitaire ayant entraîné des difficultés opérationnelles et un ralentissement du déploiement des offres de BLUELINEA.

Dans ce contexte, afin de financer son cycle d'exploitation et son appareil industriel, BLUELINEA a notamment recours à des emprunts bancaires (PGE et prêts BPI) et, dans une moindre mesure, à des augmentations de capital.

Sur le 1^{er} semestre 2022, malgré le fait que la BLUELINEA soit parvenue pour la première fois à dégager des flux de trésorerie liés à l'activité, la Société enregistre des flux de trésorerie négatifs. En l'absence de souscription de nouvel emprunt, cette situation s'explique par le remboursement d'une partie des emprunts existants et des investissements réalisés sur la période.

5.4 Matrice SWOT

Les forces et les faiblesses de BLUELINEA, ainsi que les opportunités et les menaces auxquelles la Société est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice présentée ci-après.

Matrice SWOT de BLUELINEA

Forces

- Acteur de référence de la filière de la Silver Economie et, notamment, 5^{ème} acteur français du marché de la téléassistance pour les personnes séniors ;
- Gamme de solutions innovantes sur le marché de la téléassistance en France ;
- Mise à disposition d'une plateforme digitale et d'une plateforme logistique en marque blanche ;
- Synergies de coûts avec l'acquisition de SECURITAS TÉLÉASSISTANCE fin 2021 ;
- Politique tarifaire attractive sur l'ensemble des activités de la Société par rapport à ses concurrents sur le marché français.

Faiblesses

- BLUELINEA n'a pas démontré sa capacité à dégager structurellement des marges d'exploitation positives ;
- Taille moindre de la Société par rapport à ses concurrents ;
- Manque d'effectifs en lien avec la vague de départ intervenue chez SECURITAS TÉLÉASSISTANCE lors de l'acquisition de cette dernière par BLUELINEA.

Opportunités

- Vieillesse de la population française, dépendance croissante des personnes séniors et faible taux d'équipement des personnes âgées de plus de 75 ans en France ;
- Mesures gouvernementales en faveur du marché de l'EHPAD et de la téléassistance (éligibilité des solutions de téléassistance à l'APA, investissements à venir dans le cadre du plan Relance) ;
- Contrôle des établissements d'accueil de personnes âgées par les pouvoirs publics favorisant la demande en matière d'équipement de téléassistance ;
- Capacité d'accueil en EHPAD limitée favorisant l'activité « à domicile » ;
- Déploiement de l'activité à l'international, notamment en Europe.

Menaces

- Capacité d'accueil en EHPAD limitée à court-terme jugulant le nombre d'abonnés potentiels au sein de ces établissements ;
- Forte influence des pouvoirs publics sur les prix des offres de téléassistance ;
- Evolution défavorable du mécanisme de défiscalisation des dépenses en services de téléassistance engagées par les clients hors parcours de santé (B2C) ;
- Problématiques d'approvisionnement en composants électroniques liées au contexte économique et géopolitique international ;
- Déficit d'opinion public du secteur des EHPAD accentué par le défaut de gestion intervenu pendant la crise sanitaire et la parution du livre lanceur d'alerte « Les fossoyeurs ».

Source : Analyses FINEXSI

6. Evaluation des actions de la société BLUELINEA SA

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société BLUELINEA SA dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

6.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes présentées ci-après.

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Au 30 juin 2022, les capitaux propres consolidés (part du groupe) de la Société sont négatifs à -2 461 K€.

Pour information, après prise en compte de l'Augmentation de Capital étant intervenue en juillet 2022, l'ANC consolidé s'établirait à 5,4 M€, soit une valeur par action de 0,44 € sur une base diluée¹⁴.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de BLUELINEA.

6.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement, et investissement.

¹⁴ Sur la base d'un Actif Net Comptable non ajusté au 30 juin 2022, de -2 461 056 €, d'une augmentation de capital nette de commissions de 7 849 999 € et d'un nombre d'actions dilué de 12 236 584.

Historiquement, la société BLUELINEA ne distribue aucun dividende, et n'a par ailleurs pas annoncé de politique en matière de distribution.

6.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions BLUELINEA sont à retenir.

6.1.5 Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous n'avons identifié aucune société cotée suffisamment comparable à BLUELINEA en termes d'activité, de taille et de niveau de profitabilité opérationnelle. Les principaux concurrents de BLUELINEA sont des filiales de groupes d'assurances privés ou de groupe internationaux aux activités diversifiées, des acteurs indépendants non-côtés ou des associations (cf. §5.1.3). Pour ces raisons nous n'avons pas retenu cette méthode.

6.1.6 Objectifs de cours de bourse des analystes

L'analyse des objectifs de cours de bourse des analystes, usuellement complémentaire de la référence au cours de bourse du titre de la société évaluée, consiste à apprécier la valeur d'une action par référence aux objectifs de cours et aux recommandations publiés par les analystes suivant le titre avant annonce de l'Offre.

En l'absence d'analyste suivant le cours de l'action BLUELINEA sur les 6 derniers mois, nous n'avons pas retenu cette référence dans le cadre de l'évaluation des titres de la Société.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

À titre principal :

- Les transactions récentes intervenues sur le capital de BLUELINEA (cf. §6.2.1) ;
- La méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2022B - 2027e de la Société (cf. §6.2.2) ;

A titre indicatif :

- La référence au cours de bourse du titre BLUELINEA SA (cf. §6.2.3) ;
- La références aux multiples de valorisation observée lors de transactions intervenues sur des sociétés comparables à BLUELINEA (cf. §6.2.4).

6.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société – À titre principal

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Concernant BLUELINEA, nous nous référons à l'Augmentation de Capital – au cours de laquelle 7.999.999 actions ont été émises au prix unitaire de 1,00 € et attribuées le 20 juillet 2022.

Ainsi qu'il ressort de la note d'information, au premier semestre 2022, la société faisait face à « *des besoins financiers accrus liés notamment au remboursement des dettes financières (environ 4,1 M€ de dettes financières nettes au 31/12/2021 y compris le crédit vendeur lié à l'acquisition de Securitas) et au besoin en fonds de roulement (environ 2M€ de dettes fiscales et sociales au 31/12/2021 et augmentation du BFR d'exploitation lié à la croissance de l'activité sur le premier semestre 2022)* ».

Dans ce contexte, différents investisseurs ont été approchés au deuxième trimestre 2022.

En définitive, un accord est intervenu entre l'Initiateur et 3 actionnaires de la Société représentant ensemble plus de 50% du capital (NEXTSTAGE, famille WESTERMANN et GOOD VALUES FOR MONEY) sur (i) le principe d'une augmentation de capital sans suppression du droit préférentiel de souscription (ci-après DPS) au prix de 1,00 € par action, (ii) la cession de DPS par ces 3 actionnaires à l'Initiateur, (iii) un engagement de l'Initiateur de souscrire à la totalité de l'augmentation de capital à titre irréductible et réductible et (iv) le cas échéant, une cession de titres BLUELINEA à l'issue de l'augmentation de capital pour permettre à l'Initiateur d'obtenir la majorité du capital s'il ne l'avait pas acquise avec l'augmentation de capital.

Par conséquent, l'Augmentation de Capital constitue la modalité de prise de contrôle de la Société par l'Initiateur, telle que négociée avec ses trois premiers actionnaires représentant ensemble 62% du capital. Elle est donc représentative des conditions d'une transaction librement négociée portant sur l'acquisition du contrôle.

A ce titre, cette opération constitue selon nous une référence directe, récente et représentative dans la mesure où :

- i. Elle fait suite à un processus de recherche d'investisseurs ;
- ii. Ses conditions ont été négociées par un groupe d'actionnaires détenant ensemble la majorité et qui n'ont pas souscrit à l'augmentation de capital, c'est-à-dire qui ont accepté d'être dilués sur ces bases en connaissance de cause ;
- iii. Elle était ouverte à l'ensemble des actionnaires qui ont ainsi pu se positionner (maintien du DPS).

6.2.2 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - À titre principal

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de BLUELINEA.

Le plan d'affaires du groupe BLUELINEA couvre la période 2022B - 2027e. L'année 2022 correspond au budget réestimé de l'année en cours. Il a été construit dans le cadre du processus de planification stratégique du groupe en novembre 2021 et mis à jour en septembre 2022 afin d'intégrer les dernières estimations de l'atterrissage pour l'année 2022 ainsi que les impacts de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE. La version ainsi mise à jour a fait l'objet d'une présentation formelle au Conseil de surveillance qui s'est tenu le 10 octobre 2022.

Le plan d'affaires communiqué par la Société représente à ce jour la meilleure estimation du management concernant les perspectives de développement de BLUELINEA et tient compte de l'acquisition au second semestre de l'année 2021 de la société SECURITAS TELEASSISTANCE.

L'évaluation de BLUELINEA présentée ci-après a été réalisée sur la base de ce plan d'affaires établi sur une base autonome sans croissance externe.

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au §6.4.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF et la construction de ces flux pour intégrer un niveau de risque adéquat quant à leur réalisation.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, déterminé en fonction des caractéristiques des activités de BLUELINEA dans la mesure où le groupe présente désormais une position de trésorerie nette positive après la recapitalisation intervenue avec l'Augmentation de Capital (cf. §6.4.2.4).

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux. Au cas présent le plan d'affaires de la Société arrivant à échéance en 2027e a fait l'objet pour nos travaux d'une période de prolongation sur 5 années supplémentaires, à l'issue de laquelle a été déterminé le flux de trésorerie normatif.

6.2.3 Cours de bourse – À titre indicatif

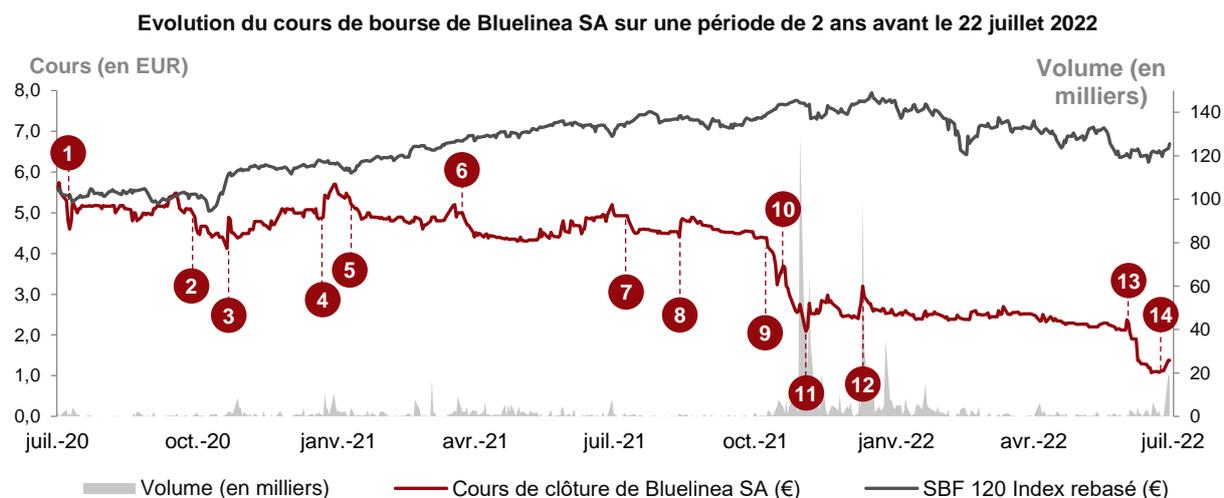
Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux suffisants de flottant et de liquidité.

La Société est cotée à l'EURONEXT GROWTH Paris (Code ISIN FR0011041011) depuis le 14 juin 2014.

Nous avons analysé le cours de bourse sur une période de deux ans précédant l'annonce des modalités de de l'Offre sur l'intégralité des actions de la Société jusqu'à la clôture du 21 juillet 2022. Pour mémoire, à la demande de la Société, la cotation du titre BLUELINEA avait été suspendue à partir du 18 juillet au cours de 1,37 €, soit 3 jours après l'annonce des résultats de l'Augmentation de Capital et de l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'Offre.

6.2.3.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de BLUELINEA SA

Le cours de bourse de BLUELINEA SA a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce des modalités de l'Offre du 22 juillet 2022, soit du 21 juillet 2020 au 21 juillet 2022.



Sources : CAPITAL IQ, communiqués de presse de la Société, presse, analyses FINEXSI

Sur cette période de deux ans depuis le 21 juillet 2020, le titre BLUELINEA connaît une baisse de -80,5%, contre une hausse de +16,2% pour le SBF 120. Cette évolution du cours de BLUELINEA est principalement rythmée par les communications financières du Groupe et par les annonces gouvernementales relatives à la crise sanitaire liée à la Covid-19, au dynamisme du déploiement de la vaccination sur le territoire français et à la mise en place des mesures afin d'y faire face.

Sur la période de 2 ans analysée, le cours de bourse de la société BLUELINEA a évolué entre 1,08 € et 5,74 €.

Entre le 23 juin et le 15 juillet 2022, soit entre l'annonce du lancement de l'Augmentation de Capital et l'annonce des résultats de celle-ci, le cours de BLUELINEA chute brutalement (-51,3%) passant de 2,30 € à 1,12 €.

En particulier, nous constatons que l'annonce de l'Augmentation de Capital le 23 juin 2022 a entraîné une forte baisse du cours qui est passé de 2,34 € le 22 juin 2022 à 1,12€ le 15 juillet 2022 soit à la date de l'annonce de la réalisation de l'Augmentation de Capital qui visait à « renforcer la structure financière de la société, notamment par la sécurisation du remboursement de l'ensemble des dettes financières, composée en quasi-totalité de PGE, qui s'élevaient à 3 992 k€ au 31 décembre 2021, et une augmentation de la trésorerie pour couvrir le besoin en fonds de roulement lié à la croissance de l'activité (+51% au 1er trimestre 2022) »¹⁵.

¹⁵ Communiqué de presse de la Société du 22 juin 2022.

Le cours de 1,12€ est à comparer au *Theoretical ex-rights price*¹⁶ (ci-après « TERP ») de 1,51 € de l'opération, soit une baisse significative de 26% par rapport à cette référence.

L'importance de cette baisse du cours montre que cette Augmentation de Capital significative et fortement dilutive n'était pas appréhendée par le marché, c'est-à-dire qu'elle n'était pas intégrée dans les cours.

Selon nous, ce constat est de nature à relativiser le caractère représentatif du cours de bourse qui n'intégrait pas les conséquences des besoins de refinancement de la Société.

Le 15 juillet 2022, la Société a annoncé que l'Initiateur prévoyait de déposer une offre publique sans en préciser les modalités. Dans ce contexte le cours de bourse est passé de 1,12 € à 1,37 € le 18 juillet 2022.

Les modalités de l'Offre et notamment le prix d'Offre ont été communiqués par la Société le 22 juillet 2022. Depuis cette date le cours de bourse s'est ajusté sur le prix d'Offre de 1,15 €.

Sur la période analysée, le cours de la Société a plus précisément été influencé par les évènements présentés ci-après :

- 1 **27 juillet 2020** : Décret gouvernemental prescrivant les mesures générales nécessaires pour faire face au contexte sanitaire ;
- 2 **19 octobre 2020** : Annonce des résultats du 1^{er} semestre 2020 de la Société et de la faible reprise des abonnés issus du GIES ;
- 3 **9 novembre 2020** : Annonce de PFIZER sur l'efficacité à 90% de son vaccin contre la Covid-19 ;
12 novembre 2020 : Conférence de presse du gouvernement sur la situation sanitaire ;
- 4 **8 janvier 2021** : Annonce gouvernementale sur l'accélération du déploiement de la vaccination ;
12 janvier 2021 : Annonce des résultats du 4^{ème} trimestre 2020 de la Société ;
- 5 **28 janvier 2021** : Entretien avec le porte-parole du gouvernement sur les perspectives d'un nouveau confinement face aux nouveaux variants de la Covid-19 et aux baisses de livraisons de vaccins ;
- 6 **13 avril 2021** : Annonce des résultats annuels 2020 de la Société affichant un EBITDA déficitaire ;
- 7 **28 juillet 2021** : Annonce gouvernementale de l'augmentation du taux d'incidence de la Covid-19 en France ;
- 8 **1er septembre 2021** : Annonce de l'assouplissement des règles relatives au télétravail ;
- 9 **28 octobre 2021** : Annonce de la reprise de la circulation de la Covid-19 et de la baisse du taux de dépistage ;
- 10 **9 novembre 2021** : Discours du Président de la République évoquant la reprise de l'épidémie de la Covid-19 et l'adaptation du pass sanitaire ;
- 11 **19 novembre 2021** : Cession de titres de 120.000 titres auto-détenus dans le cadre du financement du projet d'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE ;

¹⁶ "Le *Theoretical ex-rights price*, *terp*, correspond au Cours de Bourse de l'Action une fois détaché du droit préférentiel de souscription lors d'une Augmentation de capital" (source: Vernimmen)

- 12 30 décembre 2021** : Annonce de la finalisation de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE ;
30 décembre 2021 : Record de cas de contamination liés à la Covid-19 (variant OMICRON) ;
- 13 23 juin 2022** : Annonce du lancement d'une augmentation de capital avec conservation de DPS au prix de souscription de 1,00 € par action ;
- 14 15 juillet 2022** : Annonce des résultats de l'augmentation de capital lancée le 23 juin 2022 et de l'intention d'APICIL de déposer une offre publique d'achat simplifiée.

6.2.3.2 Analyse de la liquidité de l'action BLUELINEA SA

Pour rappel, BLUELINEA a annoncé l'intention d'APICIL de déposer un projet d'offre publique dans un communiqué de presse publié le 15 juillet 2022 après bourse. Nous analyserons le cours de bourse de la Société sur une période de 2 ans jusqu'au 15 juillet 2022 inclus, en retenant les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV ») les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent.

L'Augmentation de Capital réalisée en juillet 2022 a donné lieu à une forte dilution des actionnaires historique dont il convient de tenir compte.

Ainsi, compte tenu de l'impact dilutif significatif de l'Augmentation de Capital, notre analyse repose sur un cours de bourse de BLUELINEA SA ajusté de l'Augmentation de Capital réalisée le 15 juillet 2022 qui correspond schématiquement à la capitalisation boursière de la Société avant l'Augmentation de Capital, majorée du montant des fonds propres reçus et divisé par le nombre total d'action post-Augmentation de Capital, chaque actionnaire ayant un droit équivalent.

Sur cette base, les CMPV, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois avant le 15 juillet 2022 :

Présentation des CMPV et analyse des CMPV ajustés et de la liquidité du titre BLUELINEA SA sur deux ans jusqu'au 15 juillet 2022

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action Avant ajustements	en €/action Après ajustements	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 1,15€ sur la base du CMPV ajusté	Sur la base des cours ajustés								
				Volume échangé (en K titres)		Capital échangé (en K euros)		% du capital		% du flottant		
				Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant	
Spot (15/7/2022)	1,12	1,12	+2,7 %	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMPV 1 mois	1,42	1,27	(9,2)%	1,5	32	1,8	41	0,03 %	0,7 %	0,19 %	4,3 %	
CMPV 60 jours	1,86	1,44	(20,3)%	1,1	65	1,6	94	0,03 %	1,5 %	0,14 %	8,6 %	
CMPV 3 mois	1,88	1,45	(20,8)%	1,0	67	1,5	98	0,02 %	1,6 %	0,14 %	8,9 %	
CMPV 6 mois	2,36	1,69	(32,1)%	2,0	252	3,3	428	0,05 %	5,9 %	0,26 %	33,7 %	
CMPV 12 mois	2,68	1,89	(39,2)%	3,8	983	7,2	1 861	0,09 %	23,0 %	0,51 %	133,0 %	
CMPV 24 mois	3,19	2,25	(49,0)%	2,5	1 291	5,6	2 911	0,06 %	30,2 %	0,34 %	175,9 %	
Plus haut 12 mois (19/7/2021)	5,20	3,66	(68,6)%									
Plus bas 12 mois (7/7/2022)	1,08	1,08	+7,0 %									
Plus haut 24 mois (20/7/2020)	5,76	4,05	(71,6)%									
Plus bas 24 mois (7/7/2022)	1,08	1,08	+7,0 %									

*Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Au cours des 12 derniers mois avant l'annonce des résultats de l'Augmentation de Capital, le cours ajusté de BLUELINEA a oscillé entre un plus haut atteint le 19 juillet 2021 à 3,66 € et un plus bas atteint le 7 juillet 2022 à 1,08 €. Sur cette période, le volume d'actions échangées s'élève à 983 K actions (soit environ 3,8 K actions par jour de cotation). La rotation du capital s'établit à seulement 23,0% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 133,0%.

Également, au cours des 24 derniers mois avant cette annonce, le cours ajusté de BLUELINEA a oscillé entre un plus haut atteint le 20 juillet 2020 à 4,05 € et un plus bas atteint le 7 juillet 2022 à 1,08 €. Sur cette période, le volume d'actions échangées passe à 1 291 K actions (soit environ 2,5 K actions par jour de cotation) et les rotations du capital et du capital flottant s'établissent respectivement à 30,2% et à 175,9%.

Il convient de préciser que le niveau de rotation du flottant sur 12 mois et 24 mois est impacté par (i) la cession du 19 novembre 2021 de 120.000 titres auto-détenus intervenue sur le marché dans le cadre du financement de l'acquisition de la société SECURITAS TELEASSISTANCE, ainsi que par (ii) les échanges d'actions intervenus lors de l'annonce le 30 décembre 2021 de la finalisation de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE. Ainsi le volume d'actions échangées a été de respectivement 130.000 et 101.000, à comparer aux volumes généralement échangés quotidiennement du titre BLUELINEA de seulement 1.100 sur la base des 60 jours calendaires. A titre d'exemple, sur la base d'un CMPV 60 jours à la date de l'annonce, l'échange de 1.100 titres représente 1,6 K€ de transactions quotidiennes.

Nous relevons que les volumes échangés demeurent très limités, de l'ordre de 1.100 par jour sur les périodes les plus récentes. Cette faiblesse des volumes échangés constitue une limitation au caractère représentatif du cours de bourse.

Par ailleurs, rappelons que le flottant est également limité puisqu'il s'établit à 17,6% du capital (niveau de flottant observé avant l'Augmentation de Capital).

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse historique apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités en valeur absolue.

Nous présentons par conséquent les résultats de cette méthode à titre indicatif.

6.2.3.3 Remarque sur la cession de 120 000 titres d'autocontrôle le 19 novembre 2021

Dans son communiqué de presse en date du 29 décembre 2021, la Société indique avoir financé une partie de l'acquisition de la société SECURITAS TELEASSISTANCE par la cession de 120.000 titres d'autocontrôle le 19 novembre 2021.

Cette cession est intervenue sur le marché boursier. Elle est donc appréhendée au travers de l'analyse du cours de bourse et ne constitue pas une référence d'évaluation distincte.

Pour information, nous présentons ci-après les principaux mouvements sur les titres BLUELINEA intervenus le 19 novembre 2022.

Principaux mouvements sur les titres Bluelinea le 19 novembre 2021

Date	Nombre de titres échangés en unité	Prix en €	Montant en €
19/11/2021	50 767	2,45	124 379
	40 000	2,43	97 200
	30 000	2,45	73 500
Total	120 767	2,44	295 079

Source : Tick History

La cession des 120.000 titres d'autocontrôle par la Société a été réalisé au prix moyen pondéré de 2,44 € par action, soit 1,72 € après prise en compte de l'Augmentation de Capital de juillet 2022. Nous considérons que cette cession de blocs correspond à des transactions étant intervenues sur le marché et que son impact est pris en compte dans la mise en œuvre de la référence au cours de bourse. Pour cette raison nous n'avons pas retenue ces éléments en tant que référence de valorisation séparée.

6.2.4 Transactions comparables – À titre indicatif

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons retenu des transactions intervenues depuis 2018 sur des sociétés comparables à BLUELINEA. Nous avons privilégié les opérateurs sur le marché Européen dans la mesure où BLUELINEA exerce son activité en France et où le marché nord-américain notamment présente des caractéristiques spécifiques qui n'apparaissent pas transposables.

Lors de nos recherches, nous n'avons identifié qu'un nombre limité de transactions pertinentes concernant des sociétés avec des activités, une taille ou une localisation géographique proche de celle de BLUELINEA et dont l'information publique disponible était suffisante pour nous permettre d'extérioriser des multiples de valorisation.

Nous avons identifié deux transactions comparables dont l'acquisition par BLUELINEA de 100% des titres de SECURITAS TELEASSISTANCE au second semestre 2021 qui constitue une référence directe et pertinente pour évaluer BLUELINEA.

Au regard du faible nombre de transactions retenues, nous considérons que notre échantillon n'est pas suffisamment représentatif, et présentons cette méthode à titre indicatif.

6.3 Données de référence de la Société

6.3.1 Nombre de titres retenu

Le nombre d'actions dilué de BLUELINEA se décompose comme suit :

Nombre d'actions dilué de BLUELINEA après l'Augmentation de Capital

Nombre d'actions dilué BlueLinea (en unité)	
Nombre d'actions au 30 juin 2022	4 280 261
Nombre d'actions émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital	7 999 999
Annulation des actions d'autocontrôle	(43 676)
Nombre d'actions dilué	12 236 584

Source : Analyses FINEXSI

En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social de BLUELINEA au 30 juin 2022, soit 4.280.261 actions,

- augmenté des actions émises lors de l'Augmentation de Capital (7.999.999 actions) et dont la trésorerie en résultant a été retenue dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la Société (cf. §6.3.2) ; et
- diminué des actions auto-détenues (43.676 actions) au 30 juin 2022 par la société BLUELINEA SA.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 12.236.584 actions.

Nous n'avons pas retenu dans la dilution les 307.798 BSA Y en circulation au 30 juin 2022 et qui sont très nettement en dehors de la monnaie. Rappelons en effet que chaque BSA Y permet de souscrire une action nouvelle au prix de 5,50 € jusqu'au 31 décembre 2022. Le BSA étant actuellement coté sur Euronext Growth à un cours de 0,035 € (10 octobre 2022), le cours d'exercice étant en dehors de la monnaie, et l'échéance des BSA étant très proche, nous avons considéré qu'il était peu probable que les détenteurs des BSA Y souscrivent des actions nouvelles.

Nous avons par ailleurs mis en œuvre une évaluation des BSA Y en circulation, selon le modèle de *Black & Scholes* (cf. §7).

6.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres (VFP) ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de BLUELINEA tels qu'ils figurent dans le projet de comptes consolidés au 30 juin 2022 (non audités).

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

En K€	30/06/2022
Trésorerie et équivalents de trésorerie	491,9
Emprunts bancaires	(3 463,3)
Découverts et concours bancaires	(104,1)
Autres emprunts	(427,3)
Trésorerie / (dette) nette	(3 502,8)
Provisions pour retraite nettes d'impôt	(270,8)
Provisions pour risques et charges nettes d'impôts	(27,3)
Affacturation	(313,0)
Crédit-vendeur - acq. STA	(750,0)
Echéancier dettes URSSAF échues	(1 219,2)
Autres immobilisations financières	56,7
Autres créances (fonds de garantie factor)	149,5
Augmentation de capital de juillet 2022 nette de frais	7 850,0
Déficits reportables post 2032 actualisés	930,0
Ajustements	6 405,9
Passage de la VE à la VFP	2 903,1

Sources : Projet de comptes au 30 juin 2022, Société, analyses FINEXSI

Hormis les dettes financières et la trésorerie directement issues des comptes semestriels, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les provisions pour risques et charges à caractère de dettes et les indemnités de départ à la retraite après impôts, soit respectivement -27,3 K€ et -270,8 K€. Le management nous a confirmé que ces provisions ne faisaient pas l'objet de décaissement dans les flux du plan d'affaires ;
- Le montant de l'affacturage avec recours de 313 K€ au 30 juin 2022 ;
- Un crédit vendeur de 750 K€ au 30 juin 2022, contracté dans le cadre de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE ;
- Des dettes URSAFF anciennes de 1 219,2 K€ qui n'ont pas encore été réglées au 30 juin 2022 et dont un échéancier spécifique a été mis en place à la suite des mesures prises par l'administration dans le cadre la crise sanitaire liée à la Covid-19 ;
- Des autres créances de 149,5 K€, correspondant au fonds de garantie versé par BLUELINEA au factor ;
- L'Augmentation de Capital intervenue en juillet 2022 nette des frais (150 K€) pour un montant de 7 850 K€ ;
- Le montant des déficits fiscaux reportables non imputés en diminution de la charge d'impôt retenue dans les flux d'exploitation selon l'approche DCF. Ils ont été actualisés sur la base de leur horizon de consommation à partir de 2032e (post horizon explicite du plan d'affaires).

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de BLUELINEA ressort à 2 903,1 K€.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société

6.4.1 Transactions récentes sur le capital (à titre principal)

6.4.1.1 Référence à l'Augmentation de Capital

Le 23 juin 2022, la société BLUELINEA a annoncé le lancement de l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS au prix de 1,00 € par action afin de sécuriser le remboursement des dettes contractées durant la crise sanitaire et de financer le besoin en fonds de roulement lié à la croissance de son activité.

Cette opération était prévue pour un montant brut de 7 133 768,00 € par émission de 7.133.768 actions nouvelles, en cas de réalisation de l'opération à 100% et pouvait être portée à un maximum de 7 999 999,00 € par émission de 7.999.999 actions nouvelles en cas d'exercice de la clause d'extension.

Sur la base de la moyenne pondérée par les volumes des 20 dernières séances de bourse arrêtée le 21 juin 2022, soit 2,22 €, le prix d'émission des actions nouvelles de 1,00 € faisait apparaître une décote significative de 54,55%.

Les titulaires de DPS pouvaient souscrire à titre irréductible, à raison de 5 actions nouvelles pour 3 actions existantes possédées, c'est-à-dire que 3 DPS permettaient de souscrire 5 actions nouvelles.

Le DPS était négociable pendant la durée de sa cotation, soit du 28 juin 2022 au 8 juillet 2022 inclus, dans les mêmes conditions que les actions anciennes.

Dans le cadre de cette opération, les sociétés APICIL MUTUELLE et APICIL PREVOYANCE, toutes deux filiales du groupe mutualiste APICIL, se sont engagées à souscrire aux actions émises, à titre irréductible et réductible, à hauteur du montant minimum de l'augmentation de capital, soit 7,1 M€.

Le 15 juillet 2022, la Société a annoncé le succès de l'Augmentation de Capital avec une demande globale de 7.999.999 actions au prix unitaire de 1,00 € par action.

Comme nous l'avons vu, l'Augmentation de Capital résulte des accords signés le 22 juin 2022 entre l'Initiateur et les 3 principaux actionnaires de la Société, M. Alexis Westermann, NEXTSTAGE et GVFM détenant ensemble 62% du capital, préalablement à l'Augmentation de Capital. Ces accords prévoyaient, outre l'Augmentation de Capital présentée ci-dessus :

- L'acquisition par l'Initiateur de tout ou partie des DPS dont bénéficieraient les trois principaux actionnaires : 100% des DPS de M. Alexis Westermann (501.000 DPS), au moins 30% des DPS de GVFM (270.000 DPS) et 100% des DPS de NEXTSTAGE (1.255.479 DPS). Le prix unitaire offert par l'Initiateur pour chaque DPS s'élève à 0,25 €.
- Sous réserve de ne pas disposer à l'issue de l'Augmentation de Capital d'une majorité du nombre d'actions de la Société et à condition de n'avoir pas cédé d'actions depuis l'Augmentation de Capital, l'initiateur pouvait se porter acquéreur auprès des actionnaires de la Société mentionnés ci-avant dans le cadre d'opérations hors marché (au plus tard le 31 mars 2023) d'un nombre d'actions de la Société lui permettant de détenir une majorité absolue du capital de la Société, au prix unitaire 1,30 € par action.
- L'Initiateur, conformément à son intention, a souscrit pour un montant total de 6 629 523 € et détient, à l'issue de l'opération, 56% du capital. Dès lors l'option d'acquisition d'actions complémentaires pour un prix unitaire de 1,30 € prévu dans les accords signés le 22 juin 2022 n'a pas trouvé à s'appliquer.

6.4.1.2 Les résultats de l'Augmentation de Capital

Les actionnaires ont souscrit à l'Augmentation de Capital de la façon suivante :

Actionnariat	a		b = a x (5/3)	c	d = c / b			
	Nombre d'actions	% de détention	Souscription théorique par actionnaire	Souscriptions	Taux de participation	Actions Post-AK	% de détention	
Initiateur	Apicil	326 528	7,6 %	544 213	6 629 523	1218,2 %	6 956 051	56,6 %
Actionnaires Historiques signataires de la LOI du 22 juin 2022	NextStage	1 254 116	29,3 %	2 090 193	-	0,0 %	1 254 116	10,2 %
	GVFM	920 000	21,5 %	1 533 333	1 057 900	69,0 %	1 977 900	16,1 %
	Westermann	500 000	11,7 %	833 333	-	0,0 %	500 000	4,1 %
	Actionnaires historiques	2 674 116	62,5 %	4 456 860	1 057 900	23,7 %	3 732 016	30,4 %
Autres actionnaires minoritaires	Hager	400 000	9,3 %	666 667	-	0,0 %	400 000	3,3 %
	Flottant	836 814	19,6 %	1 394 690	312 576	22,4 %	1 149 390	9,4 %
	Autres actionnaires minoritaires	1 236 814	28,9 %	2 061 357	312 576	15,2 %	1 549 390	12,6 %
	Autocontrôle	42 803	1,0 %	71 338	-	0,0 %	42 803	0,3 %
	Total	4 280 261	100,0%	7 133 768	7 999 999	112,1%	12 280 260	100,0%

Source : Société et analyses Finexsi

L'Initiateur, conformément à son intention et son engagement, a souscrit pour un montant total de 6 629 523 € et détient, à l'issue de l'opération, 56,6% du capital.

En revanche, il convient de noter que, malgré un prix de souscription très fortement décoté par rapport aux derniers cours de bourse (plus de 50% de décote), l'opération a été peu suivie par les autres actionnaires dans la mesure où ils n'ont globalement souscrit qu'à hauteur de 15,2% de leurs droits. De plus, et comme nous y reviendrons, les échanges sur les DPS sont apparus par ailleurs limités. Sur la base de ces constats, le prix de souscription de 1,00 € par action nouvelle ne semble donc pas avoir été considéré comme attractif par le marché et les actionnaires, qui ont globalement souscrit très en deçà de leurs droits.

6.4.1.3 Souscription de l'initiateur dans le cadre de l'Augmentation de Capital

L'Initiateur a souscrit à l'Augmentation de Capital pour un montant total de 6 629 523 €.

Le prix effectivement payé se décompose entre le prix de souscription des actions à 1,00 €, majoré, le cas échéant, du prix d'acquisition des DPS.

Dans le cadre de cette opération, et pour les besoins de sa souscription, l'Initiateur a acquis 2.163.761 DPS, dont 406.441 DPS sur le marché EURONEXT GROWTH selon les termes présentés ci-après, les 1.754.320 DPS restant ayant été acquis sur le marché de gré à gré à un prix unitaire de 0,25 €.

Date d'opération	Type d'opération	Quantité	Devise	Valeur d'acquisition (€)
30/06/2022	Achat de DPS	290 004	EUR	0,25
05/07/2022	Achat de DPS	25 000	EUR	0,15
07/07/2022	Achat de DPS	65 890	EUR	0,05
08/07/2022	Achat de DPS	25 547	EUR	0,007
Total / Valeur d'acquisition moyenne		406 441		0,196

Le prix d'acquisition moyen pondéré par les volumes des DPS par l'Initiateur sur le marché EURONEXT GROWTH ressort donc à 0,196 € par DPS. Par conséquent, le prix moyen d'acquisition des DPS par l'Initiateur ressort à 0,24 €¹⁷.

Par ailleurs le Concert disposait déjà de 326.528 DPS. L'initiateur détenait donc un total de 2.490.289 DPS qui ont été exercés à titre irréductible (à raison de 3 DPS pour 5 actions nouvelles) pour un total de 4.150.480 actions nouvelles.

Le prix maximum payé pour l'acquisition d'un DPS est de 0,25 €. En tenant compte de la parité de 3 DPS pour 5 actions nouvelles, le prix maximum ainsi payé par l'initiateur ramené à une action s'élève à 0,15 € (0,25 € x 3/5), soit un prix maximum par action effectivement payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Augmentation de Capital qui s'élève à 1,15 €¹⁸.

Dans le contexte de la présente offre obligatoire pour l'Initiateur, nous retiendrons le prix de 1,15 € par action qui correspond au prix le plus élevé effectivement payé dans le cadre de l'Augmentation de Capital par l'initiateur et constitue une référence de valorisation significative des titres de la société BLUELINEA.

Cette référence constitue également le prix le plus élevé effectivement payé par l'Initiateur sur les douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre.

6.4.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2022B-2027e du Groupe BLUELINEA communiqué par la Société. Ce plan est établi à partir des prévisions déterminées au niveau des responsables des différentes activités du groupe et fait l'objet, d'une revue approfondie par le *management* de la Société qui procède aux ajustements permettant d'assurer la cohérence d'ensemble avec la stratégie du Groupe.

Ce plan d'affaires 2022B-2027e a fait l'objet d'une présentation au Conseil de surveillance de la Société le 10 octobre 2022. Il tient compte de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE au second semestre 2021. Il a été construit dans le cadre du processus de planification stratégique du groupe en novembre 2021 et mis à jour en septembre 2022 afin d'intégrer les dernières estimations de l'atterrissage pour l'année 2022 ainsi que les impacts de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE.

Ces prévisions n'intègrent aucune opération de croissance externe.

¹⁷ $((1\,754\,320 * 0,25 \text{ €}) + (409\,441 * 0,196 \text{ €})) / 2\,163\,761 = 0,24 \text{ €}$

¹⁸ $(1,00 \text{ €} + ((3 * 0,25 \text{ €}) / 5)) = 1,00 \text{ €} + 0,15 \text{ €}$

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le *management* sur les principales hypothèses du plan d'affaires, approuvé par le Conseil de surveillance, qui se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +9,0% sur la période (2022B-2027e) soit des niveaux qui n'ont plus été atteints depuis 2015. Cette croissance est notamment soutenue par (i) une population française vieillissante, (ii) la capacité d'installation du groupe et (iii) les récentes mesures initiées par le gouvernement concernant les établissements médico-sociaux en France. Le chiffre d'affaires atteint 15,6 M€ en 2027e ;
- Une évolution du mix produit, avec un rééquilibrage du poids des activités en établissement spécialisé et des activités à domicile (incluant SECURITAS TELEASSISTANCE) ;
- Un taux de marge d'EBITDA en amélioration constante, passant de 2,9% en 2022B à 18,1% en 2027e, soit un niveau jamais réalisé auparavant, en lien avec la croissance des activités et notamment la montée en puissance des activités en établissements spécialisés ;
- Des investissements annuels compris entre 1,1 M€ et 1,5 M€, et représentant entre 9,4% et 11,1% du chiffre d'affaires. Sur cette période des dépenses complémentaires ont été prises en compte pour l'activité de BLUELINEA SERVICES en lien avec le passage de la Société d'un modèle de location à un modèle d'achat en propre du matériel mis à disposition des clients ;
- Un BFR représentant entre 8% et 9% du chiffre d'affaires correspondant à la meilleure estimation du management.

Ce plan, dont les objectifs à l'horizon 2027e, traduit les ambitions du management et apparaît globalement équilibré en ce qui concerne les hypothèses de progression élevée de chiffre d'affaires au regard des différents indicateurs de marchés favorables à l'activité et des récentes évolutions de l'activité de la Société (lancement de la solution SERENEA, acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE, etc.). Il apparaît davantage volontariste en ce qui concerne les marges attendues à l'horizon des prévisions, lesquelles ressortent à des niveaux jamais observés historiquement et dépendront de la capacité du groupe à maîtriser sa structure de coûts et finaliser l'intégration de SECURITAS TELEASSISTANCE, sans compter la pression concurrentielle.

6.4.2.1 Détermination des flux de trésorerie

Nous avons procédé à certains retraitements du plan d'affaires 2022B - 2027e et prolongé celui-ci sur une période additionnelle de 5 ans venant à échéance en 2032e pour déterminer à cette date le flux normatif.

Extrapolation

- Nous avons prolongé le plan sur une période de 5 années supplémentaires jusqu'en 2032e en faisant décroître le rythme de croissance annuelle du chiffre d'affaires pour atteindre progressivement la croissance estimée comme normative de 3,0% par an ;
- Nous avons maintenu le taux de profitabilité opérationnelle (EBITDA/CA) au niveau de celui observé en dernière année du plan d'affaires (2027e), soit 18,1% ce qui apparaît un objectif ambitieux permettant d'appréhender le potentiel de création de valeur ;

- Nous avons diminué linéairement le niveau des investissements rapportés au chiffre d'affaires jusqu'à 7% du chiffre d'affaires correspondant au niveau retenu comme normatif et traduisant une rotation plus importante des équipements des activités (réutilisation du même équipement pour plusieurs clients) BLUELINEA SERVICES après l'acquisition du matériel nécessaire sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Nous avons maintenu un niveau de BFR représentant 8% du chiffre d'affaires, sur la base du niveau observé en dernière année du plan d'affaires (2027e).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 1^{er} juillet 2022.

6.4.2.2 Impôts sur les sociétés

Le taux d'impôt sur les sociétés correspond au taux normal mentionné dans la Loi de finance 2021. Il s'élève à 25,0%.

Les déficits reportables ont été modélisés sur l'horizon du plan d'affaires et contribuent ainsi à augmenter les flux de trésorerie sur l'horizon extrapolé du plan d'affaires. Les déficits reportables au-delà de la dernière année du plan d'affaires extrapolé (2032e) ont été modélisés séparément et intégrés dans notre calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour leur montant actualisé (cf. ci-avant).

6.4.2.3 Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux d'EBITDA sur chiffre d'affaires identique à celui de la dernière année du plan d'affaires (2027e), soit 18,1% étant précisé qu'il s'agit selon nous d'une référence plutôt haute, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Un taux de croissance à l'infini de 3,0% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en haut de fourchette des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière et reflète le dynamisme du marché de la *Silver Economie*. Ce taux en haut de fourchette est favorable à l'actionnaire.

6.4.2.4 Calcul du taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût des fonds propres de BLUELINEA pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 11,1% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,01% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 3 mois au 10 octobre 2022 - source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 6,32% (moyenne 3 mois des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE au 30 septembre 2022) ;
- D'un bêta désendetté des sociétés comparables de 0,91 correspondant à la moyenne des bêtas désendettés DAMODARAN pour les secteurs *Healthcare Support Services* et *Healthcare Information & Technology* ;
- D'une prime de taille de 3,33%, correspondant à la prime de taille DUFF & PHELPS pour les sociétés de *microcaps* 2021.

Ce taux de 11,1% reflète selon nous de manière appropriée le risque de réalisation du plan d'affaires dans un contexte où la Société doit faire monter en puissance son activité en établissement spécialisé et où le taux de marge attendu à l'horizon 2027e apparaît volontariste.

6.4.2.5 Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de BLUELINEA ressort en valeur centrale à 10 598 K€, dont 79% résultant de la valeur terminale (à horizon 2032). Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le montant des fonds propres s'établit à 13 501 K€, soit 1,10 € par action BLUELINEA.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de BLUELINEA à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) ainsi qu'à une variation du taux d'EBITDA sur chiffre d'affaires normatif (de -1 point à +1 point), sont présentées ci-après.

Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

Valeur par action (€)		Taux de croissance à l'infini				
		2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %
Taux d'actualisation	10,60 %	1,14	1,17	1,20	1,23	1,26
	10,85 %	1,10	1,12	1,15	1,18	1,21
	11,10 %	1,06	1,08	1,10	1,13	1,16
	11,35 %	1,02	1,04	1,06	1,09	1,11
	11,60 %	0,98	1,00	1,02	1,04	1,07

Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de la marge d'EBITDA et du taux d'actualisation

Valeur par action (€)		Taux d'EBITDA				
		17,08 %	17,58 %	18,08 %	18,58 %	19,08 %
Taux d'actualisation	10,60 %	1,09	1,15	1,20	1,25	1,30
	10,85 %	1,05	1,10	1,15	1,20	1,25
	11,10 %	1,01	1,06	1,10	1,15	1,20
	11,35 %	0,97	1,02	1,06	1,11	1,15
	11,60 %	0,94	0,98	1,02	1,07	1,11

Source : Analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 1,06 € et 1,15 € par action BLUELINEA, avec une valeur centrale de 1,10 €. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 8,8% sur la borne basse et une prime de 0,0% sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

6.4.3.1 Référence au cours de bourse

Nous présentons ci-après les CMPV ajustés de l'augmentation de capital du 15 juillet 2022 (l'annonce de l'Opération étant intervenue le 15 juillet 2022 après bourse) et les primes et/ou décotes induites par le prix d'Offre de 1,15 € par action sur une période de 24 mois.

Analyse des primes et des décotes induite par le prix de l'Offre et les CMPV ajustés du titre BLUELINEA SA sur deux ans jusqu'au 15 juillet 2022

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 1,15€
Spot (15/7/2022)	1,12	+2,7 %
CMPV 1 mois	1,27	(9,2)%
CMPV 60 jours	1,44	(20,3)%
CMPV 3 mois	1,45	(20,8)%
CMPV 6 mois	1,69	(32,1)%
CMPV 12 mois	1,89	(39,2)%
CMPV 24 mois	2,25	(49,0)%
Plus haut 12 mois (19/7/2021)	3,66	(68,6)%
Plus bas 12 mois (7/7/2022)	1,08	+7,0 %
Plus haut 24 mois (20/7/2020)	4,05	(71,6)%
Plus bas 24 mois (7/7/2022)	1,08	+7,0 %

*Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce et sont ajustés des augmentations de capital intervenues sur la période
Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Le prix d'Offre de 1,15 € fait ressortir une prime de 2,7%% par rapport au cours spot du 15 juillet 2022 et des décotes de respectivement -9,2% et -20,3% par rapport aux CMPV 1 mois et 60 jours.

Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse de la société BLUELINEA a fluctué entre 1,08 € et 4,05 € par action. Le plus haut, soit 4,05 €, a été atteint le 20 juillet 2020.

Nous rappelons toutefois que, dans le cadre de notre analyse, le cours de bourse de BLUELINEA SA apparaît peu représentatif dans la mesure où la Société présente (i) un niveau de flottant limité (17,6% du capital avant l'Augmentation de Capital) et (ii) des volumes d'actions échangés très limités en valeur absolue.

6.4.3.2 Référence aux transactions comparables

Sur les quatre dernières années, nous avons identifié deux transactions dans le domaine de la téléassistance aux personnes séniors en Europe, dont les tailles sont comprises entre 1,2 M€ et 6,0 M€. Il s'agit de :

- L'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE par BLUELINEA sur le 2nd semestre 2021, qui constitue une référence directe de valorisation. La cible, SECURITAS TELEASSISTANCE, est une filiale du groupe suédois SECURITAS AB, multinationale spécialisée dans le domaine de la sécurité privée. La Société est spécialisée dans la téléassistance aux personnes séniors résidant à domicile. Cette dernière a été acquise à 100% par BLUELINEA pour un montant de 1,2 M€, extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 0,6x ;
- L'acquisition d'INVICTA TELECARE par DORO AB en septembre 2019. La cible, INVICTA TELECARE, est un fournisseur de services de téléassistance médicale situé au Royaume-Uni, regroupant près de 55 collaborateurs et 106 000 clients. L'opération visait 100% des titres d'INVICTA TELECARE pour un total de 6,0 M€, extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 0,9x.

L'échantillon de transactions comparables retenu et les caractéristiques de ces transactions sont présentés ci-après.

Multiples observés sur les transactions comparables

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xCA
dec-21	Securitas Téléassistance	France	Bluelinea	100 %	1,2	0,6x
sept.-19	Invicta Telecare	Royaume-Uni	Doro AB	100 %	6,0	0,9x
Moyenne						0,75x

Source : MERGERMARKET, CAPITAL IQ, Société, analyses FINEXSI

En raison de l'acquisition de SECURITAS TELEASSISTANCE par la Société sur le 2nd semestre 2021 et l'intégration de son activité à compter de 2022, nous avons choisi d'appliquer le multiple moyen extériorisé par l'échantillon de transactions comparables retenu au chiffre d'affaires proforma 2021 (ci-après « 2021P ») intégrant le chiffre d'affaires de SECURITAS TELEASSISTANCE sur l'exercice 2021 (cf. §5.3.1.4) ainsi qu'au chiffre d'affaires budgété sur l'exercice 2022 (ci-après « 2022B »)¹⁹.

Sur la base de ces agrégats – et compte tenu (i) des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres et (ii) du nombre d'actions diluée – la valeur BLUELINEA s'établit entre 0,82 € et 0,86 € par action. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes de 39,9% et 34,2%, respectivement.

7. Evaluation des BSA Y

Le 14 avril 2020, la Société a attribué gratuitement 309.636 BSA Y aux actionnaires de la Société.

À la connaissance de l'Initiateur, 307.798 BSA Y sont en circulation à la date du présent rapport.

Ces BSA Y ont les caractéristiques suivantes :

- Les BSA Y ont pour échéance le 31 décembre 2022. La période d'exercice s'étend du 14 avril 2020 au 31 décembre 2022. Ils sont admis aux négociations sur EURONEXT GROWTH ;
- Un BSA Y donne le droit de souscrire à une action nouvelle de la société, sur la base d'un prix d'exercice de 5,50 € par action nouvelle.

A ce jour, l'Initiateur détient 40.815 BSA.

Le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est de 0,01 € en numéraire par BSA Y.

¹⁹ Le chiffre d'affaires budgété 2022 correspond au chiffre d'affaires 2022 du plan d'affaires présenté et validé par le Conseil de Surveillance de la Société en date du 10 octobre 2022.

7.1 Analyse des cours des BSA Y

Les BSA Y sont admis aux négociations sur EURONEXT GROWTH.

Date	Cours de clôture	Quantité échangé
12/04/2022	0,035	30
02/02/2022	0,045	10 000
01/02/2022	0,010	20
31/01/2022	0,011	8 756
25/01/2022	0,050	10 000
20/12/2021	1,150	20
05/11/2021	1,300	285
25/02/2021	1,500	194
14/01/2021	1,500	187
13/01/2021	1,500	1 750
Moyenne pondérée 2021 - 2022	0,148	
Moyenne pondérée 2022	0,036	
Moyenne pondérée 2021	1,474	
<i>Total</i>		31 242

Source : Euronext

Les BSA Y présente un caractère non liquide depuis leur attribution avec seulement 2.436 BSA Y échangés en 2021 et 28.806 BSA Y échangés en 2022.

De plus, dans la mesure où les derniers échanges sont intervenus en avril 2022, le cours des BSA Y n'intègre pas l'impact de la dilution engendrée par l'Augmentation de Capital.

On remarque enfin que les derniers échanges ont été effectués sur la base de cours très faibles, proche de zéro.

Pour ces raisons nous considérons que les cours historiques ne sont pas représentatifs de la valeur des BSA.

7.2 Valeur optionnelle des BSA Y

Afin de valoriser ces BSA, nous avons mis en place une approche de valorisation optionnelle reposant sur la méthode de *Black & Scholes*.

La formule de *Black & Scholes* permet de calculer la valeur théorique d'une option à partir des données suivantes :

- La valeur de l'action sous-jacente : conformément à la pratique, nous retenons comme valeur de l'action sous-jacente le cours moyen pondéré par les volumes sur le mois précédant l'annonce de l'Offre soit 1,42 € (cf. §6.2.3) ;
- La maturité (jusqu'à l'échéance du 31 décembre 2022, exprimée en années) s'établit à 0,225 années en se plaçant au 15 octobre 2022 ;
- Le prix d'exercice : il s'établit à 5,50 € par action nouvelle ;

- Le taux d'intérêt sans risque : par référence aux maturités résiduelles des BSA, le taux sans risque à retenir doit reposer sur une maturité proche. Nous retiendrons une moyenne 3 mois du taux TEC 1 an²⁰ au 10 octobre 2022 soit 0,99%²¹ ;
- La volatilité : la volatilité est usuellement mesurée sur une période cohérente avec la maturité du BSA.
Nous avons donc examiné les volatilités sur 3 mois au 22 juin 2022, date précédant l'annonce de l'Augmentation de Capital par la Société le 23 juin 2022. Sur ces bases nous retenons une volatilité de 56,8%.
- Le taux de distribution de dividende : BLUELINEA n'ayant pas distribué de dividendes sur les exercices passés, nous retenons ce paramètre nul.

Sur la base de ces différents paramètres, la valeur unitaire des BSA Y est quasi-nulle, nettement inférieure à 1 centime dans tous les cas.

L'absence de réelle valeur des BSA s'explique par une valeur intrinsèque significativement négative (écart entre le prix d'exercice de 5,50 € et la valeur de l'action BLUELINEA sous-jacente) et une valeur temps très limitée du fait de l'échéance proche des BSA (31 décembre 2022). Cette valeur quasi-nulle des BSA est cohérente avec la valeur de l'action déterminée ci-avant.

En conclusion, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 0,01 € par BSA Y, qui extériorise des primes significatives par rapport aux valeurs fondamentales des BSA, est équitable d'un point de vue financier pour les titulaires de BSA Y et sans que, selon nous, cette situation soit de nature à créer une distorsion de traitement avec les porteurs d'actions visés par l'Offre.

8. Accords connexes

Le Projet de Note d'Information déposé le 26 septembre et sa version amendée en date du 17 octobre 2022 ne font état d'aucun « *accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'offre* ».

En revanche, et ainsi que nous l'avons vu précédemment, le Projet de Note d'Information fait état d'une lettre d'intention du 22 juin 2022 (ci-après « la LOI ») émanant de l'Initiateur et signée par les 3 principaux actionnaires historiques à savoir M. Alexis Westermann, NEXTSTAGE et GOOD VALUE FOR MONEY (les « Actionnaires Historiques »), détenant respectivement 12%, 29% et 21% du capital de BLUELINEA avant l'Augmentation de Capital.

²⁰ Les Taux TEC sont usuellement utilisés comme taux sans risque pour calculer des produits optionnels. Le TEC 1 an est le « taux de l'échéance constante à 1 an » et représente le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive d'échéance exactement égale à 1 an.

²¹ Source : BANQUE DE FRANCE

Cette LOI résulte d'un processus de négociation initié entre APICIL et les Actionnaires Historiques en mai 2022. En effet, dans un contexte où BLUELINEA avait un besoin significatif en trésorerie, APICIL a engagé des discussions avec les Actionnaires Historiques qui ont abouti à l'émission d'une première offre. Cette offre, formulée au travers d'une lettre d'intention le 20 mai 2022 qui n'a pas été acceptée, était fondée sur une valorisation de BLUELINEA à 1,00 € par action et ne donnant pas de valeur au DPS²², et combinait une éventuelle acquisition de titres auprès de tout ou partie des Actionnaires Historiques ainsi qu'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.

En raison de l'absence d'acceptation de cette offre initiale, et après la poursuite des discussions avec les Actionnaires Historiques, l'Initiateur a formulé une nouvelle offre au travers de la LOI du 22 juin 2022 qui a été acceptée. Dans le cadre de l'Augmentation de Capital, cette LOI prévoyait notamment :

- L'acquisition par l'Initiateur selon une ventilation conforme aux quotes-parts actuelles de détention d'actions de la Société, de tout ou partie des DPS dont bénéficieraient les actionnaires suivants, et dans les proportions minimales de 100% des DPS de M. Alexis WESTERMANN (501.000 DPS), au moins 30% des DPS de GVFM (270 000 DPS) et 100% des DPS de NEXTSTAGE (1.255.479 DPS). Le prix unitaire offert par l'Initiateur pour chaque DPS s'élève à 0,25 € ;
- Sous réserve de ne pas disposer à l'issue de l'Augmentation de Capital d'une majorité du nombre d'actions de la Société et à condition de n'avoir pas cédé d'actions depuis l'Augmentation de Capital, l'Initiateur pouvait se porter acquéreur auprès des actionnaires de la Société mentionnés ci-avant dans le cadre d'opérations hors marché (au plus tard le 31 mars 2023) d'un nombre d'actions de la Société lui permettant de détenir une majorité absolue du capital de la Société, au prix unitaire 1,30 € par action.

Dès lors que cette LOI fixe les conditions d'acquisition du contrôle par l'Initiateur ayant entraîné le franchissement de seuil rendant obligatoire la présente Offre, nous avons examiné si elle pouvait contenir des dispositions financières au bénéfice des 3 actionnaires signataires et dont ne bénéficieraient pas les autres actionnaires susceptibles de remettre en cause notre appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

8.1 Analyse de la clause de cession des DPS

L'Initiateur a donc acquis les DPS détenus par les Actionnaires Historiques au prix unitaire de 0,25 €.

Nous observons que, par ailleurs, le marché des DPS s'est avéré peu actif et a offert une liquidité limitée aux autres actionnaires qui ont cédé un nombre limité de DPS pour des prix unitaires compris entre 0,007 € et 0,25 €. Cette situation est de nature à créer une inégalité de traitement entre les actionnaires, dans le cadre de l'Augmentation de Capital.

²² 1€ pour chaque Actionnaire Historique au titre de l'ensemble de ses DPS cédés.

Nous rappelons également que la cession des 270.000 DPS détenus par GOOD VALUE FOR MONEY au bénéfice de l'Initiateur prévue par la LOI a été réalisée en totalité sur le marché d'Euronext Growth au prix de 0,25 € par DPS le 30 juin 2022. Cependant, compte tenu de l'absence de demande – à l'exception d'Apicil – et, par conséquent, du manque d'efficience du marché, le cours du DPS a rapidement chuté jusqu'à atteindre 0,007 € le 8 juillet 2022, soit le dernier jour de cotation du DPS. Nous rappelons ci-après la synthèse des transactions de DPS intervenues sur le marché d'Euronext Growth pendant leur période de cotation.

Date d'opération	Type d'opération	Quantité	Devise	Valeur d'acquisition (€)
30/06/2022	Achat de DPS	290 004	EUR	0,25
05/07/2022	Achat de DPS	25 000	EUR	0,15
07/07/2022	Achat de DPS	65 890	EUR	0,05
08/07/2022	Achat de DPS	25 547	EUR	0,007
Total / Valeur d'acquisition moyenne		406 441		0,196

Dans le cadre de l'Offre, nous relevons que le prix par action a été déterminé par l'Initiateur en considération du prix de souscription à l'Augmentation de Capital, soit 1,00 €, majoré du prix maximum d'achat des DPS, soit 0,15 €²³ ramené à une action.

L'Offre étant proposée à l'ensemble des actionnaires, c'est-à-dire y compris les Actionnaires Historiques, ces derniers pourraient donc bénéficier d'une seconde prise en compte de leur DPS dans le cadre de l'Offre lors de leur cession à un prix garanti de 0,25 € à l'occasion de l'Augmentation de Capital, puis du fait de leur prise en compte à hauteur du même montant dans la formation du prix d'Offre par action.

Au cas d'espèce, le Projet de Note d'Information indique que « *les Principaux Actionnaires ont manifesté leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre, à l'exception des titres détenus par des fonds gérés par NextStage arrivant à échéance en 2022, ce qui représente 60 994 actions et 15 513 BSA soit respectivement 4,9% de la position totale de celle-ci en actions et 16,6% en BSA.* ». Ainsi, dans cette hypothèse où les Actionnaires Historiques n'apporteront pas leurs actions à l'Offre (en dehors de cas limités résultant de contraintes externes), la LOI ne crée pas de situation notable dans laquelle l'Offre leur permettrait de bénéficier d'un traitement plus avantageux avec une seconde prise en compte de la valeur du DPS à 0,25 €.

8.2 Analyse de la clause de cessions complémentaires

La clause de cessions complémentaires d'actions à 1,30 € était applicable dans le cas où l'Initiateur n'obtenait pas la majorité à l'issue de l'augmentation. Elle revêt un caractère théorique, dès lors qu'elle n'a produit aucun effet.

²³ $(1,00 \text{ €} + ((3 * 0,25 \text{ €}) / 5)) = 1,00 \text{ €} + 0,15 \text{ €}$

9. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur

CIC MARKET SOLUTIONS, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

9.1 Choix des critères d'évaluation

Comme nous, l'Etablissement Présentateur retient à titre principal la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) mais également l'analyse du cours de bourse que nous retenons à titre indicatif, et la méthode de l'actif net comptable (ANC) que nous n'avons pas retenu. Par ailleurs, à notre instar, l'Etablissement Présentateur retient la méthode des transactions comparables à titre indicatif.

Comme nous, l'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes de l'actif net réévalué (ANR), de l'actualisation des dividendes futurs, la méthode des comparables boursiers ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

9.2 Mise en œuvre des différents critères

9.2.1 Données de référence

Nombre d'actions retenues

Nous sommes en accord avec le nombre d'actions retenues par l'Etablissement Présentateur, soit le nombre d'actions au 20 juillet 2022, post Augmentation de Capital, après déduction de l'auto-détention, soit 12.236.584 actions.

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

Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de BLUELINEA, nous retenons une trésorerie nette ajustée de 2 903 K€ au 30 juin 2022, sur la base du projet de comptes semestriels communiqué par la Société et non audité à date d'émission de notre rapport.

En l'absence d'information disponible en date du dépôt du Projet de Note d'Information le 26 septembre 2022, l'Etablissement Présentateur retient une trésorerie nette de 1 356 K€ sur la base des informations financières de la Société au 31 décembre 2021.

L'écart résulte principalement de cette différence de date et, dans une moindre mesure, des différentes hypothèses suivantes :

- La valorisation du stock de déficits reportables de la Société au 31 décembre 2021 à hauteur de 1 900 K€ par le CIC, sur la base de la valeur actualisée de la totalité du stock, lorsque nous retenons la valeur actualisée de ce stock diminué des déficits imputés sur les résultats fiscaux réalisés jusqu'en 2032e, soit pour un montant de 930 K€. La différence observée ici est en grande partie intégrée dans la valeur intrinsèque du DCF ;
- L'absence de prise en compte par le CIC des autres immobilisations financières de BLUELINEA correspondant à des dépôts de cautions liées aux locaux d'Elancourt pour 56,7 K€ ;
- L'absence de prise en compte par l'Etablissement Présentateur des créances constatées au titre des fonds de garantie versés par BLUELINEA au factor pour 149,5 K€ ;
- La prise en compte de commissions relatives à l'Augmentation de Capital à hauteur de 200 K€ par l'Etablissement Présentateur, lorsque nous retenons un montant de 150 K€ correspondant à l'information transmise par le management ;
- La prise en compte d'un ajustement de BFR au 31 décembre 2021 par le CIC, intégrant un ajustement matériel réalisé par la Société, lorsque nous avons pris en compte un BFR calculé sur la base des comptes au 30 juin 2022, ajusté des dettes URSSAF dues à cette date.

Les écarts liés à la différence de date et à la différence méthodologique d'évaluation des stocks de déficits reportables et du BFR trouvent leur contrepartie dans le montant des flux de trésorerie retenus dans le DCF.

9.2.2 Transactions sur le capital de la Société

L'Etablissement Présentateur retient un ensemble de transactions intervenues sur les 12 derniers mois sur le capital de BLUELINEA SA, dont notamment l'Augmentation de Capital réalisée le 15 juillet 2022 et la cession sur le marché de titres auto-détenus le 19 novembre 2021.

S'agissant de l'Augmentation de Capital, le CIC a choisi de retenir le prix d'émission, ainsi que le prix maximum et le prix moyen de souscription payé par l'Initiateur qui s'établissent respectivement à 1,00 €, 1,15 € et 1,08 € par action. Nous retenons pour notre part uniquement le prix de souscription de 1,00 € et le prix maximum payé par l'Initiateur de 1,15 €.

S'agissant de la cession des titres auto-détenus du 19 novembre 2021, le CIC a choisi de retenir le prix de cession moyen de ces derniers, ajusté de l'impact dilutif de l'Augmentation de Capital, qui s'établit à 1,72 € par action. Pour notre part nous considérons que ces transactions sont déjà intégrées dans notre approche de valorisation dans la référence au cours de bourse dans la mesure où ces transactions ont été réalisées sur le marché.

9.2.3 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les données du plan d'affaires considérées

La Société a transmis un plan d'affaires sur la période 2022B - 2027e, que l'Etablissement Présentateur a extrapolé sur 3 ans (soit jusqu'en 2030e) sur la base d'hypothèses en ligne avec celles de la dernière année du plan d'affaires (2027e). Pour notre part, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur une période de 5 ans, soit jusqu'en 2032e.

S'agissant des hypothèses de marge opérationnelle, de la même façon que l'Etablissement Présentateur, nous avons retenu un taux de marge d'EBITDA normatif de 18,1% du chiffre d'affaires, correspondant au taux de marge de la dernière année du plan d'affaires (soit 2027e).

Le CIC a retenu des investissements convergeant vers un niveau égal à 7% du chiffre d'affaires ainsi qu'un BFR normatif égal à 7,5% du chiffre d'affaires. Nous avons retenu des niveaux normatifs d'investissements et de BFR très proches, respectivement, 7% et 8,4% du chiffre d'affaires.

Le CIC a décidé de ne pas modéliser l'impôt sur les sociétés dans les flux du plan d'affaires et de tenir compte de la valeur actualisée de ce stock dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Pour notre part, nous avons retenu dans nos flux de trésorerie la consommation des déficits fiscaux reportables à l'horizon 2032e.

Concernant les hypothèses financières

L'Etablissement Présentateur retient un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini de 3,0% reflétant la dynamique importante du marché de la *Silver Economie*.

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un coût des fonds propres de 11,10%, très proche de celui retenu par l'Etablissement Présentateur à 11,80%, sur la base :

- D'un taux sans risque français de 1,90% (moyenne 3 mois du rendement de l'obligation française à 10 ans sur la base des informations de BLOOMBERG). Nous retenons un taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 3 mois au 10 octobre 2022) de 2,01% ;
- D'une prime de risque de marché de 7,39% (moyenne 6 mois du SBF120 au 31 août 2022 sur la base des informations FAIRNESS FINANCE). Pour notre part, nous retenons une moyenne 3 mois au 30 septembre 2022 de la prime de risque marché déterminée par ASSOCIES EN FINANCE, soit 6,32% ;
- D'un bêta « action » désendetté de 0,91 obtenu à partir de la moyenne des bêtas désendettés « Monde » du Pr. Aswath DAMODARAN pour les secteurs « *Healthcare Support Services* » et « *Healthcare Information & Technology* ». Nous retenons également ce bêta ;
- D'une prime de taille de 3,21% correspondant à une prime de taille DUFF & PHELPS pour les sociétés *microcaps* 2020. Pour notre part, nous utilisons la même source mais pour les sociétés *microcaps* 2021, soit une prime de 3,33%.

Concernant la valeur par action

L'Etablissement Présentateur retient une fourchette de valeurs comprises entre 0,94 € et 1,05 € par action, avec une valeur centrale de 0,99 € par action. Pour notre part, nous retenons une fourchette de valeurs comprises entre 1,06 € et 1,15 € par action, avec une valeur centrale de 1,10 € par action.

9.2.4 Analyse du cours de bourse

Comme nous, l'Etablissement Présentateur a mis en œuvre une analyse du cours de bourse de la Société sur les 2 dernières années à partir du 15 juillet 2022, soit la dernière cotation avant annonce des résultats de l'Augmentation de Capital et l'intention de l'Initiateur de déposer une offre publique.

Comme nous également, le CIC retient un cours de bourse historique BLUELINEA SA, ajusté de l'Augmentation de Capital.

L'écart entre les CPMV, ainsi que les primes et les décotes extériorisées par le prix d'Offre, présentés par le CIC et par nous-même s'explique par le fait que les CMPV calculés par l'Etablissement Présentateur prennent uniquement en compte les jours de cotation du titre BLUELINEA SA, tandis que nous calculons les CMPV que nous présentons sur une base calendaire.

Nous retenons cependant pour notre part cette méthode à titre indicatif en raison d'un flottant et de volumes limités en valeur absolue.

9.2.5 Actif Net Comptable

Nous n'avons pas retenu cette méthode dans la mesure où l'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. Nous indiquons dans le rapport et à titre d'information le montant de l'ANC consolidé par action, soit 0,44 €, sur la base :

- Des capitaux propres de la Société au 30 juin 2022 (-2 461 K€) augmentés du montant de l'Augmentation de Capital nette de commissions (7 850 K€), soit 5 389 K€ ;
- D'un nombre d'actions dilué de 12 236 584 (cf. §6.3.1).

L'Etablissement Présentateur retient un actif net comptable de 0,49 € par action sur la base :

- Des capitaux propres de la Société au 31 décembre 2021 (-1 854 K€) augmentés du montant de l'Augmentation de Capital nette de commissions (7 800 K€), soit 5 945 K€ ;
- D'un nombre d'actions dilué de 12.236.584.

Pour rappel, la différence entre le montant de l'Augmentation de Capital nette de commissions retenu par le CIC et celui que nous retenons est liée au montant des commissions (cf. §6.3.2).

9.2.6 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Comme nous, l'Etablissement Présentateur présente à titre indicatif la référence aux multiples observés depuis 2018 lors de transactions sur des sociétés comparables.

Le CIC retient 6 transactions visant les titres de sociétés comparables, dont les valeurs d'entreprise sont comprises entre 1,2 M€ et 707 M€ et que nous reprenons ci-après :

- Transaction entre BLUELINEA et SECURITAS TELEASSISTANCE de novembre 2021 ;
- Transaction entre ADVOCATE AURORA HEALTH et SENIOR HELPERS d'avril 2021 ;
- Transaction entre UNIPHAR et DILIGENT HEALTH SOLUTIONS de septembre 2021 ;
- Transaction entre MML CAPITAL PARTNERS et RELATECARE d'octobre 2019 ;
- Transaction entre DORO AB et INVICTA TELECARE de septembre 2019 ; et
- Transaction entre BEST BUY et GREATCALL d'août 2018.

Pour notre part, nous avons retenu les transactions entre BLUELINEA et SECURITAS TELEASSISTANCE et entre DORO AB et INVICTA TELECARE (cf. §6.4.3.2).

Nous avons choisi de ne pas retenir la transaction entre ADVOCATE AURORA HEALTH et SENIOR HELPERS ainsi que celle entre BEST BUY et GREATCALL dans la mesure où la taille des sociétés cibles (respectivement 180 M€ et 707 M€) n'est pas comparable à celle de BLUELINEA.

Par ailleurs, la transaction entre UNIPHAR et DILIGENT HEALTH SOLUTIONS a été écartée dans la mesure où la cible de l'opération est localisée aux Etats-Unis, ce marché présentant des caractéristiques éloignées du marché européen, et notamment français, sur lequel opère BLUELINEA.

S'agissant de la transaction entre MML CAPITAL PARTNERS et RELATECARE, le multiple de chiffre d'affaires retenu par l'Etablissement Présentateur a été déterminé sur la base d'une valeur d'entreprise correspondant au montant investi par MML CAPITAL PARTNERS dans le cadre de sa prise de participation majoritaire dans le capital RELATECARE. Le montant retenu par l'Etablissement Présentateur correspond donc à l'investissement de MML Capital Partners lui permettant d'accroître sa participation pour prendre le contrôle du groupe et non à la valeur d'entreprise à 100% de la cible. Cette approche est selon nous erronée.

L'information publique disponible ne nous permettant pas de déterminer la valeur d'entreprise de RELATECARE lors de cette transaction et, par conséquent, le multiple de chiffre d'affaires induit, nous avons choisi de ne pas retenir cette transaction dans notre échantillon.

L'échantillon sélectionné par le CIC extériorise une fourchette de multiples de chiffre d'affaires compris entre 0,6x et 3,4x, soit une médiane de 1,1x qui, sur la base du chiffre d'affaires 2021 de la Société, extériorise une valeur de 0,96 € par action.

Nous retenons pour notre part un multiple de chiffre d'affaires moyen de 0,75x qui, appliqué aux chiffres d'affaires 2021P et 2022B, extériorise une valeur de Bluelinea SA comprise entre 0,82 € et 0,86 € par action.

9.3 Appréciation du prix des BSA Y

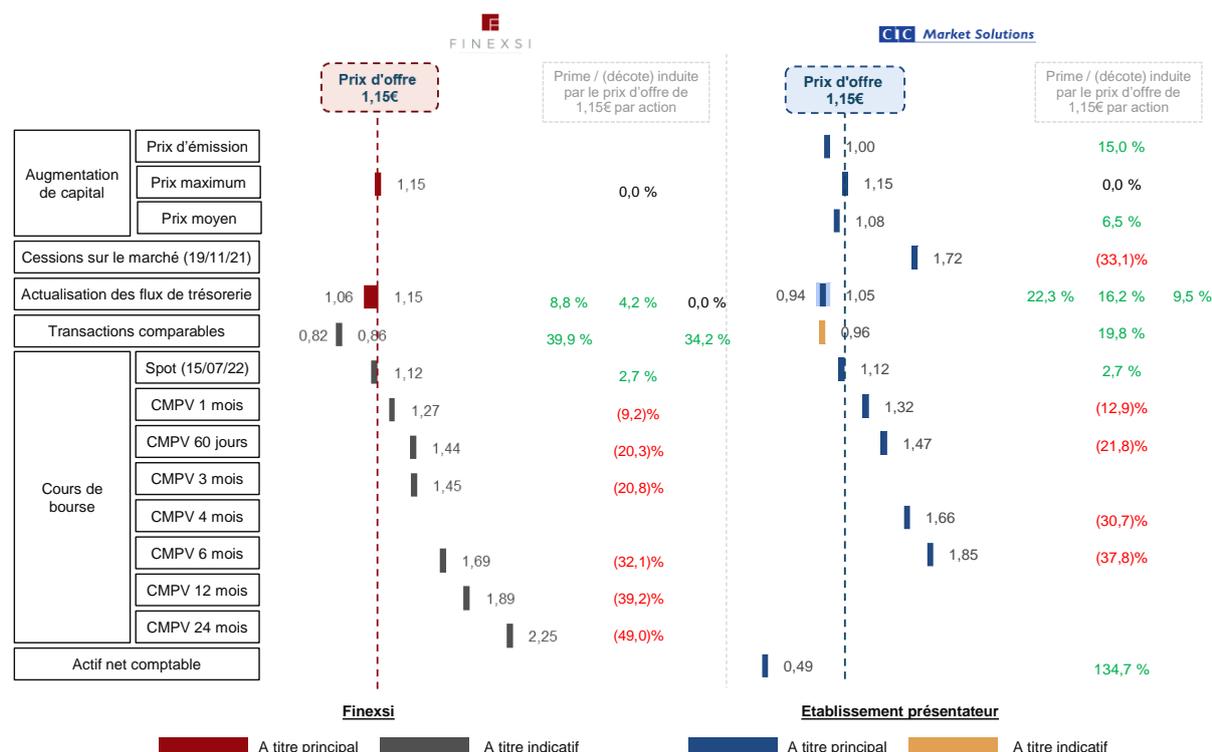
S'agissant de la valorisation des BSA Y en circulation à la date d'évaluation (307.798), le CIC a choisi comme nous de retenir une approche de valorisation optionnelle selon le modèle de *Black & Scholes*. Sur la base de la valeur de l'action BLUELINEA SA sous-jacente, de la maturité des BSA, de leur volatilité, du taux sans risque et du prix d'exercice, le CIC retient comme nous une valeur quasi-nulle par BSA Y.

10. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 1,15 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes.

Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur



Source : Analyses FINEXSI

Le prix retenu de 0,01 € par BSA Y n'appelle pas de remarque particulière de notre part dans la mesure où, compte tenu des caractéristiques des BSA (notamment le prix d'exercice et l'échéance), la valeur unitaire résultant de notre évaluation et de celle de l'Etablissement Présentateur ressort proche de zéro.

10.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, qui porte sur les actions et les BSA Y de la société BLUELINEA, revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en raison du franchissement de seuil consécutif à l'augmentation de capital de juillet 2022.

Elle présente en revanche un caractère facultatif pour l'actionnaire minoritaire qui est libre d'apporter ou conserver ses actions. De ce point de vue, l'Offre s'analyse comme une offre de liquidité puisqu'elle donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de BLUELINEA qui le souhaitent.

En ce qui concerne le prix par action

Le prix d'Offre de 1,15 € par action correspond au prix le plus élevé effectivement payé par l'Initiateur sur les 12 mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'Offre, c'est-à-dire le prix de souscription à l'augmentation de capital de juillet 2022 majoré du prix d'acquisition le plus élevé du DPS.

Ce prix d'Offre de 1,15 € par action s'inscrit dans le haut de la fourchette de la valeur intrinsèque issue de la méthode du DCF, établie sur la base du plan d'affaires du management qui extériorise une forte croissance du chiffre d'affaires et l'atteinte à terme d'un niveau de marge élevé. Ce constat est corroboré par les valeurs obtenues selon la méthode des transactions comparables qui se situent dans une fourchette de 0,82 € à 0,86 € par action.

En revanche, il convient de relever que le prix d'Offre de 1,15 € par action est inférieur aux cours de bourse moyens précédant l'annonce le 15 juillet 2022 du succès de l'augmentation de capital et du principe de l'Offre qui en découle. En particulier, le prix de 1,15 € par action présente une décote de 20,3% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours, étant rappelé que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités en valeur absolue.

En ce qui concerne le prix par BSA Y

Compte tenu des caractéristiques des BSA Y, notamment (i) le prix d'exercice nettement supérieur aux résultats de l'approche multicritères mis en œuvre pour évaluer l'action BLUELINEA, et (ii) l'échéance très proche à fin 2022, la valeur unitaire optionnelle du BSA Y résultant de notre évaluation ressort proche de zéro, à comparer au prix d'Offre de 0,01 €.

En ce qui concerne la LOI du 22 juin 2022 signée entre l'Initiateur et les Actionnaires Historiques dans le cadre de l'augmentation de capital, nous relevons que compte tenu de l'intention des Actionnaires Historiques de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, la clause de cession des DPS de ladite LOI ne crée pas selon nous de situation notable dans laquelle l'Offre leur permettrait de bénéficier d'un traitement plus avantageux que les actionnaires minoritaires.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 1,15 € par action et de 0,01 € par BSA Y est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et détenteurs de BSA Y de BLUELINEA.

Fait à Paris le 19 octobre 2022,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Olivier COURAU
Associé



Lucas ROBIN
Associé

PJ : Annexes

11. Annexes

11.1 Annexe 1 : Présentation de FINEXSI et déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	N/A
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	N/A	N/A	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 81 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de BLUELINEA ;
- L'obtention du plan d'affaires établi par la Direction de BLUELINEA qui couvre la période 2022B - 2027e et qui a fait l'objet d'une validation par les organes de gouvernance du groupe BLUELINEA en octobre 2022 ;
- L'examen des transactions intervenues récemment sur le capital de BLUELINEA et notamment l'Augmentation de Capital de juillet 2022 ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de BLUELINEA, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour BLUELINEA susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget de l'exercice en cours et du plan d'affaires avec la Direction du groupe et les responsables opérationnels, intégrant l'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient le plan d'affaires de BLUELINEA et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables sur la base des données publiques disponibles ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- La mise en œuvre d'une évaluation des BSA Y en circulation, également visés par l'Offre, selon le modèle de *Black & Scholes* ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'Etablissement Présentateur de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité Ad Hoc chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions BLUELINEA et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 1,15 € par action.

Calendrier de l'étude

18 août 2022	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil de surveillance de BLUELINEA
13 septembre 2022	Réunions de travail et premiers échanges avec les représentants de BLUELINEA, son conseil juridique Me CHANTREAU et les représentants du CIC, notamment sur la présentation du plan d'affaires 2022B - 2027e ainsi que les méthodes d'évaluations retenues
23 septembre 2022	Réunions de travail avec les représentants BLUELINEA portant sur le plan d'affaires, les perspectives de développement de la Société
26 septembre 2022	Dépôt du Projet de Note d'Information par l'Etablissement Présentateur auprès de l'AMF
27 septembre 2022	Réunion de travail avec les représentants de BLUELINEA portant sur le plan d'affaires de la Société
29 septembre 2022	Réunion de travail avec les représentants de BLUELINEA portant sur le plan d'affaires de la Société
3 octobre 2022	Réunion avec le Comité Ad Hoc
10 octobre 2022	Réunion avec l'établissement présentateur de l'Offre portant sur son rapport d'évaluation
11 octobre 2022	Réunion avec les représentants de BLUELINEA portant sur le projet de compte consolidé semestriel au 30 juin 2022
11 octobre 2022	Réunion avec Monsieur Bertrand JOUNIN, Directeur des Participations d'APICIL
14 octobre 2022	Communication d'un projet de rapport d'attestation d'équité au Comité Ad Hoc
17 octobre 2022	Communication de la deuxième version du Projet de Note d'Information par l'Etablissement Présentateur
17 octobre 2022	Réunion avec le Comité Ad Hoc
18 et 19 octobre 2022	Finalisation du contrôle qualité
19 octobre 2022	Remise du rapport d'évaluation et présentation au Comité Ad Hoc puis au Conseil de surveillance de BLUELINEA

Liste des personnes rencontrées ou contactées**BLUELINEA**

- Monsieur Laurent LEVASSEUR, Président du Directoire
- Monsieur Florence BLAIS, Directrice Administrative et Financière

Conseil juridique de BLUELINEA

- Maître Benoit CHANTREAU

Comité ad hoc

- Madame Sandrine DEGOS, Administratrice Indépendante
- Monsieur Éric BODILSEN, Administrateur Indépendant

CIC MARKET SOLUTIONS

- Monsieur Bruno GAHERI, Directeur associé
- Monsieur Marc GOUGET, Directeur
- Monsieur Evan BOUCAYA, Analyste

APICIL

- Monsieur Bertrand JOUNIN, Directeur des Participations

Sources d'information utilisées

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

Informations communiquées par BLUELINEA

- Documentation financière relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière ;
- Plan d'affaires 2022B - 2027e ;
- Etudes sectorielles et concurrentielles.

Informations de marché

- Communication financière de BLUELINEA entre 2019 et 2021 ;
- Communication de BLUELINEA relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourses, comparables boursiers et transactionnels : CAPITAL IQ et MERGERMARKET ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, DAMODARAM, DUFF & PHELPS ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études XERFI, communication du gouvernement, presse spécialisée, INSEE et DREES.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Olivier COURAU (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont notamment été assistés de Charles BOURRAS (Manager) et Célio SIMON (Analyste Sénior).

La revue indépendante a été effectuée par Jean-Marc BRICHET, associé du cabinet spécialisé en évaluation, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

11.2 Annexe 2 : Lettre de mission signée par la Société



Élancourt, le 12 septembre 2022

FINEXSI
14, rue de Bassano
75116 PARIS

A l'attention de Messieurs Olivier COURAU et Lucas ROBIN

Messieurs,

BLUELINEA SA (ci-après « BLUELINEA » ou la « Société ») est la société mère du groupe éponyme BLUELINEA acteur du marché de la téléassistance pour les personnes séniors à domicile ou en établissement de santé spécialisé en France

Ses actions sont cotées sur le marché Euronext Growth Paris.

APICIL PREVOYANCE et APICIL MUTUELLE (ci-après « l'Initiateur » ou « le Concert »), sont respectivement une institution de retraite complémentaire et une mutuelle.

BLUELINEA a annoncé dans son communiqué de presse publié le 23 juin 2022 le lancement d'une augmentation de capital d'un montant minimum de 7,1 M€ (ci-après l'« Augmentation de Capital ») avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « DPS ») au prix de 1,00 € par action afin de sécuriser le remboursement des dettes contractées durant la crise sanitaire et de financer le besoin en fonds de roulement lié à la croissance de son activité.

Dans le cadre de l'Augmentation de Capital, les sociétés APICIL MUTUELLE et APICIL PREVOYANCE, toutes deux filiales du groupe mutualiste APICIL, ont exprimé leur intention de souscrire aux actions émises, à titre irréductible et réductible, pour un montant minimum de 7,1 M€.

La Société a annoncé dans son communiqué de presse du 15 juillet 2022 le succès de l'Augmentation de Capital et précise que, conformément à son intention, le Concert a souscrit 6.629.423 actions sur les 7.999.999 actions nouvelles émises lors de l'opération, portant sa participation au capital de la Société post-opération à 56,64%, soit 6.956.051 actions. Par ailleurs, post-opération, le Concert concentre 52,28% des droits de votes de la Société. Dans ce contexte, la Société précise que le groupe Apicil prévoit de déposer un projet d'offre publique d'acquisition, conformément aux obligations résultant du franchissement de seuil.

Dans son communiqué de presse du 22 juillet 2022, la Société précise les termes du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifié (ci-après l'« OPAS », l'« Opération » ou l'« Offre »). L'Offre vise l'intégralité des actions Bluelinea et des titres donnant accès au capital ou aux droits de votes, conformément aux textes applicables. Le prix d'acquisition dans le cadre de l'OPAS s'établit à 1,15 € par action et 0,01 € par bon de souscription Y.

Dans ce cadre, FINEXSI a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de la Société réunie le 18 août 2022, sur la recommandation du comité ad hoc constitué le même jour, afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de BLUELINEA.

Vos travaux sont conduits sous la supervision de ce comité *ad hoc*.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité *ad hoc*.

Bluelinea, Filiale du Groupe APICIL
RCS Versailles - Société Anonyme au capital de 2 456 052 €
Siret n° 487 974 826 00033 - Code APE 6202A

Parc Euclide - 6 Rue Blaise Pascal - 78990 Élancourt - France
Téléphone : +33.1.76.21.70.60 - Télécopie : +33.1.30.45.10.55
Email : contact@bluelinea.com - www.bluelinea.com



Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPAS et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres BLUELINEA qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'OPAS. Il devra permettre au Conseil de surveillance de BLUELINEA d'apprécier les conditions financières de l'OPAS afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre
(BLUELINEA est déjà contrôlée par l'Initiateur lors du lancement de l'OPAS) ;
5. Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.
(L'Offre vise les actions et les BSA Y de BLUELINEA) »

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre, étant rappelé que votre mission a commencé fin septembre 2022.

26 septembre 2022	: Date de dépôt par l'initiateur de la note d'information
mi-octobre 2022	: Date prévue de remise de votre rapport
mi-octobre 2022	: Conseil de surveillance de BLUELINEA pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
20 octobre 2022	: Dépôt du projet de note en réponse
Novembre 2022	: Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.



En outre, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité *ad hoc* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de BLUELINEA (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, ...) ;
- La mise en œuvre d'une évaluation des BSA Y en circulation, également visés par l'Offre, selon le modèle de *Black & Scholes* ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'OPAS ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

Laurent LEVASSEUR
Président du Directoire



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Bluelinea
CARING INNOVATION

Addendum à l'attestation d'équité établie le
19 octobre 2022

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par les
sociétés APICIL PREVOYANCE et APICIL MUTUELLE sur les titres
de BLUELINEA SA

28 novembre 2022



Nous avons établi le présent addendum à notre attestation d'équité émise en date du 19 octobre 2022 (« l'Attestation d'équité »), afin (i) de présenter notre analyse sur les accords commerciaux entre le Groupe APICIL (« l'Initiateur ») et BLUELINEA SA (« la Société »), ainsi qu'entre l'Initiateur et l'un des principaux actionnaires de la Société, NEXTSTAGE, et (ii) d'apprécier les incidences de la révision du prix d'Offre sur nos travaux.

À l'exception des analyses complémentaires réalisées dans le présent addendum, les autres éléments présentés dans notre attestation d'équité du 19 octobre 2022 demeurent valables.

Le contenu de cet addendum est présenté selon le plan suivant :

1 Accords commerciaux entre l'Initiateur et la Société, et entre l'Initiateur et NextStage	3
1.1 Accords commerciaux entre l'Initiateur et la Société	3
1.2 Accords commerciaux entre l'Initiateur et NEXTSTAGE	3
1.2.1 Accord entre l'Initiateur et NEXTSTAGE dans le cadre de la commercialisation de NEXTSTAGE CROISSANCE	4
1.2.2 Accord entre l'Initiateur et NEXTSTAGE sous la forme de conventions de référencement	4
1.3 Conclusion	5
2 Incidence de la révision du prix d'Offre	6
3 Conclusion	7



1 Accords commerciaux entre l'Initiateur et la Société, et entre l'Initiateur et NextStage

1.1 Accords commerciaux entre l'Initiateur et la Société

A la date du présent document, les accords commerciaux entre l'Initiateur et la Société sont les suivants :

- APICIL AGIRC-ARRCO est une institution de retraite complémentaire. Elle est liée à l'Initiateur par des liens de gouvernance, à l'exclusion de tout lien financier ou actionnarial.

Depuis janvier 2017, APICIL AGIRC-ARRCO accorde une subvention à ses adhérents retraités au titre de leur première souscription à l'abonnement de téléassistance BLUELINEA, dans la limite d'un budget global fixe qui a été reconduit en mai 2021 pour les années 2021 et 2022.

- APICIL AGIRC-ARRCO achète à la Société des « Packs Jeunes Seniors »¹ pour ses adhérents retraités depuis 2015 et a formalisé en août 2021 une convention de partenariat à ce titre, sans évolution tarifaire significative.

Ces conventions de partenariat et subventions entre l'institution de retraite liée à l'Initiateur et la Société sont des conventions historiques. Les derniers accords en vigueur à la date du présent addendum, soit les accords de mai 2021 et d'août 2021, ont été contractualisés avant l'annonce le 23 juin 2022 de l'augmentation de capital de la Société et avant l'annonce le 15 juillet 2022 de l'Offre, et il nous a été confirmé qu'il n'existe pas d'autres accords entre l'Initiateur et la Société postérieurs à ces dates.

Dans ces conditions, ces accords antérieurs à l'Offre et à l'augmentation de capital ne comportent pas de dispositions financières de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

1.2 Accords commerciaux entre l'Initiateur et NEXTSTAGE

L'AMF nous a transmis un extrait d'un courrier d'un actionnaire minoritaire de la Société indiquant au sujet de l'augmentation de capital de BLUELINEA de juin 2022, qu'« [...] il y a collusion entre nextstage et apicil, car APICIL est le principal distributeur auprès du public des fonds nextstage (le lien est donc très fort entre les deux entités). Cette opération peut donc s'apparenter à une sorte de cadeau fait par nextstage à APICIL, au détriment de l'actionnaire individuel. Une cession quasi gratuite de BLUELINEA. En effet cette opération a ensuite permis de lancer une OPA à un prix ridicule, ce qui valorise la société quasiment au montant de l'augmentation de capital. [...] »

¹ dispositif à destination des jeunes retraités comprenant un bracelet d'activité, des séances d'accompagnement par téléphone et une application dédiée pour suivre les activités quotidiennes (rythme cardiaque, nombre de pas, qualité du sommeil...)



En préambule, nous relevons que l'augmentation de capital évoquée par l'actionnaire minoritaire fait suite à la signature de la lettre d'intention du 22 juin 2022 par les trois principaux actionnaires de la Société, à savoir M. Alexis Westermann, NEXTSTAGE et GOOD VALUE FOR MONEY (les « Actionnaires Historiques »), et donc pas seulement NEXSTAGE.

Concernant l'évaluation de la Société, nous renvoyons à nos travaux d'évaluation multicritère détaillés dans notre attestation d'équité du 19 octobre 2022 (cf. notamment § 6 et conclusion).

Il existe par ailleurs des accords commerciaux entre l'Initiateur et NEXSTAGE que nous examinons ci-dessous.

1.2.1 Accord entre l'Initiateur et NEXTSTAGE dans le cadre de la commercialisation de NEXTSTAGE CROISSANCE

Le 19 septembre 2017, APICIL et la société de gestion NEXTSTAGE AM ont signé un projet de partenariat concernant la commercialisation de NEXTSTAGE CROISSANCE, véhicule éligible en représentation d'unités de comptes distribuées dans les contrats d'assurance vie et de capitalisation conçus par APICIL. Cet accord n'a pas fait l'objet de modifications depuis cette date.

Ce partenariat historique qui date de 2017 est largement antérieur à l'annonce le 23 juin 2022 de l'augmentation de capital de la Société et à l'annonce le 15 juillet 2022 de l'Offre et ses modalités financières n'ont pas évoluées.

Dans ces conditions, cet accord antérieur à l'Offre, ne comporte pas de dispositions financières de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

1.2.2 Accord entre l'Initiateur et NEXTSTAGE sous la forme de conventions de référencement

Deux conventions de référencement datant de 2015 ont été formellement renouvelées le 26 septembre 2022 sans modification tarifaire significative, entre les sociétés du Groupe APICIL² (« les Membres APICIL ») et la société de gestion NEXTSTAGE AM, d'une part, et GRESHAM BANQUE, banque privée du groupe APICIL, et NEXTSTAGE AM, d'autre part.

Les fonds référencés concernent des fonds communs de placement dans l'innovation (« FCPI ») et des fonds d'investissement de proximité (« FIP »).

Ces conventions prévoient les conditions et les modalités du référencement des produits financiers de NEXTSTAGE par les Membres APICIL et GRESHAM BANQUE en vue de leur distribution auprès des clients du Groupe APICIL. Dans ce cadre, NEXTSTAGE AM s'engage à verser aux Membres APICIL et GRESHAM BANQUE une rémunération sur la base des commissions sur les frais de gestion de chaque produit financier.

Ces accords ont été renouvelés selon les mêmes conditions financières que celles prévalant auparavant.

² APICIL PREVOYANCE, APICIL EPARGNE, APICIL MUTUELLE, THE ONE LIFE COMPANY, MUTUELLE INTEGRANCE ET APICIL RETRAITE



De plus, nous avons procédé à la comparaison des conditions de rémunération de NEXTSTAGE avec d'autres fonds de même nature référencés chez APICIL et constaté que les conditions financières des conventions de référencement signées le 26 septembre 2022 sont cohérentes avec les pratiques usuelles de l'Initiateur en la matière.

Par ailleurs, il nous a été confirmé que les montants souscrits par les clients d'APICIL sur les fonds NEXTSTAGE sont non significatifs au regard des actifs gérés par APICIL et des fonds gérés par NEXTSTAGE.

Dans ces conditions, ces conventions concernent le renouvellement sans modification notable des accords antérieurs à l'Offre et à l'augmentation de capital, et ne comportent pas de dispositions financières de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

1.3 Conclusion

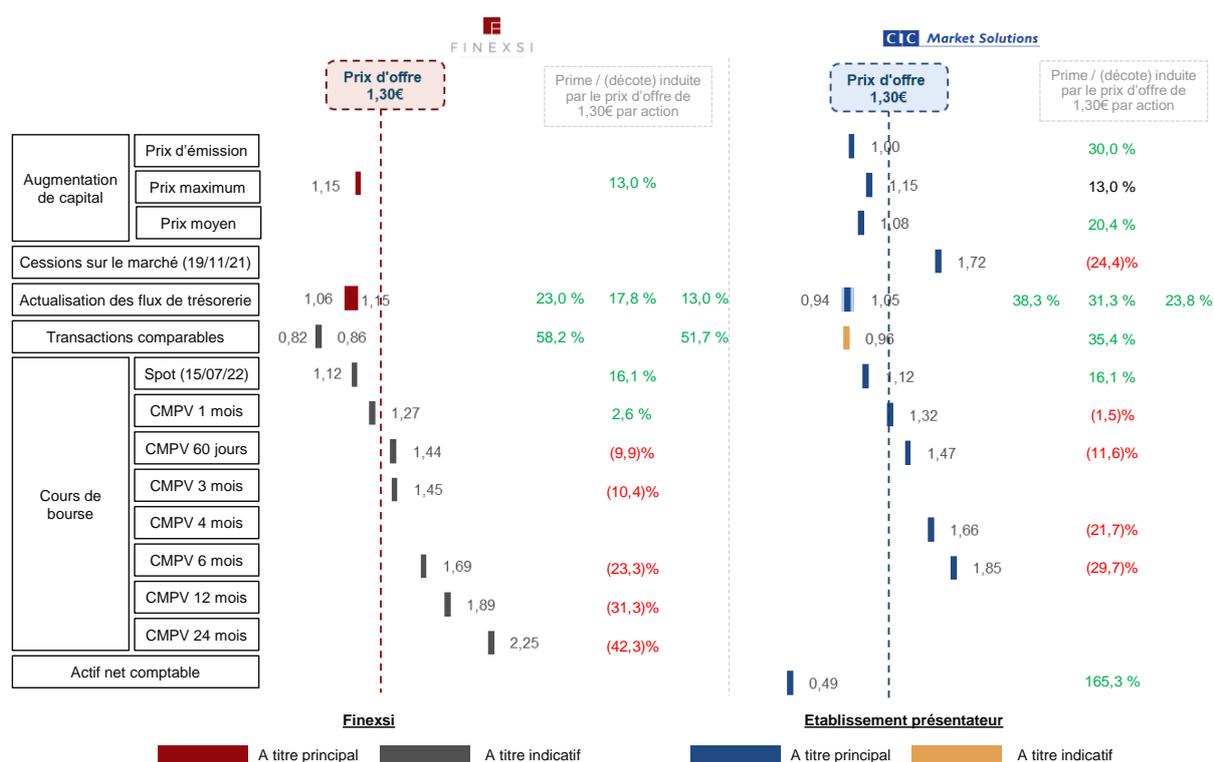
L'examen des accords mentionnés ci-avant n'a pas, selon nous, d'influence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre et n'a pas fait apparaître de dispositions financières de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.



2 Incidence de la révision du prix d'Offre

Le prix d'Offre a été rehaussé par l'Initiateur de 1,15€ à 1,30€ par action BLUELINEA. Ce relèvement du prix d'Offre a pour effet d'augmenter les primes et de réduire les décotes qui étaient présentées dans notre attestation d'équité du 19 octobre 2022 (cf. § 10.1).

Ainsi, le prix d'Offre de 1,30 € par action fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes :



Le nouveau prix d'Offre apparaît donc plus avantageux pour l'actionnaire minoritaire.

Par ailleurs, le rehaussement du prix d'Offre à 1,30 € par action n'a pas d'incidence sur l'évaluation et l'appréciation du prix d'offre de 0,01 € par BSA Y.

Enfin, on peut noter que, malgré le rehaussement du prix d'Offre par l'Initiateur, les trois principaux actionnaires de la cible, à savoir M. Alexis Westermann, NEXSTAGE et GOOD VALUE FOR MONEY, ont confirmé leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre (cf. §8.1. de notre attestation d'équité du 19 octobre 2022) par un engagement formel³.

³ A l'exception, et sous réserve de l'accord préalable de l'AMF, des titres détenus par des fonds gérés par NextStage arrivant à échéance en 2022.



3 Conclusion

En conséquence, nous confirmons la conclusion de notre attestation d'équité du 19 octobre 2022, quant au caractère équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de BLUELINEA et les détenteurs de BSA Y, du prix d'Offre de 1,30 € par action BLUELINEA et de 0,01 € par BSA Y.

Fait à Paris, le 28 novembre 2022

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier COURAU
Associé